

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 21 avril 2008

Participants au débat :

Hélène Baudchon : Crédit Agricole

Éric Vergnaud : BNP-Paribas

Jean-Paul Fitoussi, Éric Heyer et Xavier Timbeau : OFCE

Jean-Paul Fitoussi : Commençons par la croissance mondiale.

Hélène Baudchon : Tout d'abord merci de cette invitation et de cette occasion donnée pour échanger nos points de vue sur la croissance mondiale. Toutes les parties de votre prévision sont intéressantes, aussi bien la synthèse que les fiches pays et les études spéciales. Je suis globalement d'accord sur les grandes lignes de votre scénario, la lecture de la crise, les risques qui entourent la prévision. En revanche, l'impression générale qui se dégage, par rapport à nos propres prévisions, est celle d'un certain optimisme (même si vous souhaitez que l'on ne parle pas en ces termes).

Cette impression vient de ce que vous ne reprenez pas en scénario central l'hypothèse d'une récession aux États-Unis. On peut retenir cette hypothèse sans verser dans un scénario catastrophiste. Par ailleurs, la croissance européenne fait preuve de plus de résistance dans votre scénario que dans le nôtre.

Vous parlez plus explicitement que nous sur le découplage de la croissance dans les pays émergents en pointant des arguments avec lesquels nous sommes d'accord (moins de dépendance à l'égard du marché américain grâce à l'intégration régionale et entre pays émergents, processus de rattrapage, finances publiques et extérieures plus solides rendant ces pays moins exposés à une fuite des capitaux, nature du ralentissement américain, tiré par la récession immobilière et la sphère financière). Notre discours est cependant plus sceptique. Le consommateur américain est désormais sous pression, donnant une base plus large au retournement de l'activité aux États-Unis et donc avec un impact potentiel sur le reste du monde plus fort. En même temps, on a les mêmes prévisions de croissance mondiale (autour de 4,1 % en 2008 comme en 2009) ce qui illustre une fois de plus le décalage fréquent entre le discours et le chiffre. C'est vrai aussi qu'il n'y a pas

une définition commune du découplage. Pour nous, il est difficile de parler de découplage dans la mesure où le retournement américain entraîne bien avec lui la croissance dans le reste du monde. Celle-ci n'accélère pas au point de compenser le ralentissement américain. Il y a bien tendance générale au ralentissement. Cependant, par rapport à d'autres épisodes récessifs, la contagion américaine semble se traduire par un freinage peut-être moins marqué de la croissance dans le reste du monde. Ce qui est une bonne chose (sauf peut-être côté prix des matières premières qui poursuivent leur envolée).

Vous avez également une analyse plus positive que nous de ce qui se passe côté offre de crédit. La restriction qui se dessine paraît plus que limitée dans votre scénario. Nous sommes d'accord avec vous pour considérer comme un risque et non une réalité un « credit crunch » (restriction généralisée et non discriminée de l'offre de crédit). Mais un « credit squeeze » sévère plutôt que limité nous paraît l'hypothèse la plus probable.

Au final, nos profils de croissance au trimestre le trimestre sont plus marqués que les vôtres, ce qui aboutit à des taux de croissance en moyenne annuelle un peu différents et plus bas. Ainsi, vous prévoyez 1,7 et 2,2 % de croissance pour l'Allemagne en 2008 et 2009 (contre, respectivement 1,6 et 1,9 % chez nous) ; 1,9 et 2,3 % en France (Crédit Agricole : 1,7 et 2 %) ; 2 et 2,2 % pour l'ensemble de la zone (Crédit Agricole : 1,6 et 2 %). Pour les États-Unis, nous avons un discours plus négatif que le vôtre, qui ne se reflète pas dans les chiffres puisque vous anticipez 1,2 et 1,5 % de croissance en 2008 puis 2009 alors que nous tablons sur 1,4 et 1,9 %. Nos prévisions pour le Japon sont également plus basses que les vôtres (OFCE : 1,6 et 1,9 ; CA : 1,4 et 1,7).

Jean-Paul Fitoussi : Quelles sont les différences d'hypothèses ?

Hélène Baudchon : La différence ne semble pas venir des hypothèses de pétrole, de taux ou de change mais d'une appréciation différente, plus pessimiste, de la transcription dans les chiffres de croissance de ce qui se passe aujourd'hui dans la sphère financière. Par exemple pour les États-Unis, avec les mêmes indicateurs disponibles aujourd'hui, nous privilégions l'hypothèse de la récession. Vous pensez que la contribution du commerce extérieur compensera la baisse de la demande intérieure ; ce n'est pas l'hypothèse que nous faisons. À l'inverse, le rebond de croissance attendu au second semestre grâce au stimulus budgétaire est très peu marqué dans votre scénario et il n'y a pas de contre coup visible au tournant 2008-2009 une fois les effets de la relance dissipés. Côté investissement résidentiel, vous conservez un discours très négatif que vos prévisions ne reflètent pas (avec un taux de croissance de l'investissement résidentiel rapidement positif). À l'inverse, la baisse de l'investissement des entreprises est plus marquée dans votre scénario

que dans le nôtre. Ces différences illustrent bien la difficulté de tout exercice de prévision (« la prévision est un art difficile surtout quand il s'agit du futur »...), et la multiplicité des scénarii possibles, particulièrement dans la configuration actuelle.

Éric Vergnaud : Merci de me permettre de présenter les prévisions de BNP Paribas. Aux États-Unis, ce début d'année marque une détérioration très sensible de l'activité due au marché du travail. Les données récentes n'ont fait que confirmer l'hypothèse de la récession. La confiance des ménages est en berne, tombée à des niveaux qui au cours de la décennie passée n'ont été constatés qu'à l'occasion du lancement des opérations militaires en Irak. Du côté des entreprises, les perspectives ne sont pas plus réjouissantes avec un repli des commandes de biens durables au cours des trois premiers mois de l'année et des enquêtes signalant la contraction de l'activité, tant dans l'industrie que dans les services. Sur le marché immobilier, la conjoncture reste déprimée, même si certains indicateurs sont désormais proches de leur plancher. L'évolution la plus notable est sans doute l'accélération de la baisse des prix.

Il faudra sans doute attendre le second semestre et le soutien budgétaire pour que l'économie américaine retrouve le chemin de la croissance. Au total, nous tablons sur une croissance du PIB d'environ 1 % cette année et 1,5 % l'année prochaine. Enfin, les pressions financières demeurent élevées, en dépit d'une amélioration indéniable, largement liée à la détermination montrée par la Fed lors du sauvetage de Bear Sterns et dans les mesures exceptionnelles prises afin d'assurer la liquidité sur le marché interbancaire. Dans ces conditions, l'assouplissement monétaire pourrait se poursuivre, quoique sur un rythme plus graduel au cas où les conditions économiques donneraient de nouveaux signes d'affaiblissement. En effet, le niveau actuel de l'inflation est « inconfortable » pour la Fed.

Dans la zone euro, le vent commence à tourner, sous l'effet du ralentissement américain et de conditions financières et monétaires plus contraignantes et nous attendons une progression de l'activité inférieure à 1,5 % cette année et l'année prochaine.

Au total, nous restons prudents, car la crise financière est très grave et il est encore trop tôt pour dire que le pire est passé. Ainsi, l'écart entre les taux à trois mois et ceux au jour le jour reste anormalement élevé, aux États-Unis, comme dans la zone euro d'ailleurs.

Jean-Paul Fitoussi : Alors récession ou pas ?

Hélène Baudchon : Le risque de stagflation est certes revenu sur le devant de la scène. On en a les symptômes (hausse du chômage et de l'inflation et des prix du pétrole). Mais la situation actuelle n'a rien à voir avec celles des années 1970. Il ne s'agit pas d'une hausse généralisée des prix mais d'une déformation des prix relatifs. Les rythmes

atteints aujourd'hui n'ont rien à voir avec les rythmes à deux chiffres des années 1970. L'inflation est un non problème : les effets désinflationnistes du retournement de l'activité et d'une croissance durablement sous-optimale aux Etats-Unis devraient l'emporter sur le choc inflationniste de la flambée du prix des matières premières. Celle-ci est un choc sur le pouvoir d'achat des ménages et fait donc peser un risque baissier sur la croissance. La Fed se doit d'être vigilante mais elle continue de donner plus d'importance aux risques qui pèsent sur la croissance qu'à ceux qui pèsent sur l'inflation. Il n'y a aucun risque d'après nous qu'une boucle prix-salaires ne s'enclenche : les salaires sont déjà sur la voie du ralentissement et la détérioration des conditions sur le marché du travail en voie de s'accroître. Les travailleurs n'ont guère de pouvoir de négociation. Ils subissent sans pouvoir y changer grand-chose l'érosion de leur pouvoir d'achat. L'inflation sous-jacente ne donne aucun signe de dérapage dû à des effets de second tour. Quitte à pointer un risque ce serait plutôt celui de déflation.

Dans la zone euro, la situation est différente. En entrée de crise, l'activité était encore sur la voie de l'accélération. Le ralentissement qui se dessine est très récent. La bonne tenue du marché du travail est certes potentiellement porteuse de hausses de salaires mais c'est tout bénéfique pour la croissance et sans risque réaliste d'inflation. Le pouvoir de négociation des salariés en Europe est encore limité ; le partage de la valeur ajoutée est encore en faveur des entreprises. L'Allemagne est un cas particulier : un certain rattrapage des salaires se justifie après des années de réelle modération et les gains de productivité le permettent.

Jean-Paul Fitoussi : Donc vous voyez l'inflation actuelle comme une taxe facilement acceptée par les salariés.

Hélène Baudchon : Facilement peut-être pas, mais oui c'est une taxe. L'effet premier est l'érosion du pouvoir d'achat. Aux Etats-Unis, les salariés ne vont pas (ne peuvent pas) revendiquer plus de salaires alors que le marché du travail est en train de se retourner. Les chèques de réductions d'impôts que les Américains vont tout prochainement recevoir permettront pour partie d'amortir cet « impôt ».

Xavier Timbeau : Comment se fait-il qu'aux États-Unis les salariés aient encore des augmentations de salaire ? Si leur pouvoir de négociation est si faible, pourquoi les entreprises n'en n'ont pas profité avant la hausse des produits pétroliers ? Il faut raisonner toutes choses égales par ailleurs et la perte de pouvoir d'achat devrait aiguïser leurs appétits et renforcer leur détermination.

Hélène Baudchon : Les salaires progressent encore compte tenu de la baisse passée du taux de chômage. La déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des salariés est clairement engagée depuis quelques trimestres mais cela ne leur donne pas pour autant un réel

pouvoir de négociation. Les différents facteurs qui avaient alimenté la stagflation dans les années 1970 (en particulier les mécanismes d'indexation) ne sont plus à l'œuvre aujourd'hui. À l'époque, les pays développés avaient également pâti d'un choc négatif de productivité et de politique monétaire plus laxistes. La situation est clairement différente aujourd'hui. Et on bénéficie encore des effets de la « Great moderation ».

Éric Vergnaud : Aux États-Unis, le thème de l'inflation est davantage discuté en cette première partie d'année, à cause de la poussée des prix de l'énergie et de l'alimentation. En effet, les hausses parfois violentes enregistrées dans ces prix volatils, combinées à la dépréciation du dollar, alimentent les pressions inflationnistes. Ces tendances sont illustrées par le niveau record récemment atteint par la hausse des prix à l'importation. La progression des prix à la consommation, quant à elle, ne s'est modérée que de façon marginale à 4 % en février et mars, après 4,3 % en janvier. Cependant, les signes de contagion aux autres composantes de prix (« sous-jacentes ») restent, pour le moment, peu évidents. Ainsi, l'inflation hors énergie et alimentation est passée sous 2,5 % en février et mars. Le ralentissement actuel de l'activité et la détérioration du marché du travail qui l'accompagne devraient permettre de contenir les augmentations potentielles dans de nombreux domaines, à commencer par celui essentiel des salaires. L'impact d'une remontée du taux de chômage, qui a débuté, est généralement décisif de ce point de vue. Au final, un dérapage de l'inflation sous-jacente demeure peu probable, même s'il semble inévitable d'envisager un profil d'inflation plus élevé en moyenne en 2008, avec + 3,5 %, qu'il y a quelques mois, du fait des évolutions récentes.

Xavier Timbeau : La stabilisation des prix de l'énergie et des prix alimentaires à un niveau élevé peut se traduire par une inflexion du taux de croissance des prix, mais cela ne rendra pas le pouvoir d'achat perdu. Pour retrouver ce pouvoir d'achat, il faut une baisse de ces prix et donc une réduction très notable de l'inflation.

Hélène Baudchon : Sous l'hypothèse (forte) d'une stabilisation des prix des matières premières à leur niveau actuel, l'inflation devrait mécaniquement ralentir assez nettement dans les prochains mois. L'effet positif sur l'évolution du pouvoir d'achat des ménages peut être conséquent au trimestre le trimestre. Pour que l'inflation continue d'accélérer, il faudrait une nouvelle explosion du prix des matières premières qui ne nous semble pas l'hypothèse la plus probable.

En toute logique, avec une franche détérioration du marché du travail américain dans nos prévisions, une croissance très ralentie, les pressions inflationnistes ne peuvent qu'aller en s'atténuant. La forte hausse des prix des produits alimentaires a un impact assez dilué sur l'inflation dans les pays développés dans la mesure où la part du coût du travail dans

le prix de ces produits (très transformés dans nos économies) est beaucoup plus importante que le coût des matières premières.

Jean-Paul Fitoussi : Lorsqu'on dit qu'il n'y a pas de pouvoir de négociation salariale, c'est faux. Les discours politiques sont devenus de plus en plus protectionnistes et portent sur la perte de pouvoir d'achat. Le discours dit : il faut qu'on protège la population d'une façon ou d'une autre. N'est-ce pas un signe d'un début de négociation ?

Entre nous, où en est la situation dans les banques ?

Hélène Baudchon : L'impression générale est qu'il y a moins d'argent disponible. Les banques peuvent et veulent moins prêter. Malgré tout, les risques restent discriminés pour le moment, ce qui différencie le « credit crunch » et le « credit squeeze ». « Crunch » il y a sur le segment du *subprime* et sur les prêts pour l'immobilier commercial mais sur les autres segments du marché du crédit, il s'agit d'un durcissement des critères de prêts (d'une normalisation de ces critères) et non d'un véritable rationnement.

Jean-Paul Fitoussi : La situation de l'Union européenne : la meilleure stratégie serait de relancer la demande interne, puisque les exportations nettes ne peuvent plus contribuer à la croissance.

Hélène Baudchon : En toute honnêteté, la conjoncture européenne actuelle est un mystère pour moi. Aujourd'hui on n'a effectivement pas de signe d'un franc ralentissement. Mais cela semble « trop beau pour être vrai, pour être durable ». Du côté du climat des affaires, il faut faire attention aux délais de transmission, ce qui se passe outre-Atlantique finissant toujours par impacter l'Europe quelques mois plus tard. Du côté des ménages, leur baisse de moral est plus franche. Enfin, l'appréciation de l'euro ne peut rester sans effet. À ce jour, il n'y a pas de traces visibles sur le commerce extérieur de la zone euro (et de l'Allemagne en particulier) mais les exportations ne peuvent que ralentir d'après nous (ou à tout le moins cesser d'accélérer). Faiblesse de la consommation des ménages et climat de défiance et moindre dynamisme de l'investissement et des exportations sont pris en compte dans nos prévisions et pèsent sur la croissance européenne. Mais il reste une grande incertitude sur l'ampleur du ralentissement, sur le degré de résistance de la zone euro. Il est dit que les « fondamentaux » sont solides (la zone euro est, dans son ensemble, moins « leveragée » que les États-Unis et le marché du travail donne toujours des signes d'amélioration). En même temps, on voit mal comment la zone euro pourrait se sortir sans plus d'égratignures de la récession américaine et de la crise financière. Une récession européenne n'est certes pas à l'ordre du jour mais ralentissement il y aura. Même si les finances des entreprises sont saines (plus saines qu'à la fin du cycle précédent) et si elles ont de l'argent à dépenser, en l'absence de débouchés (et cela vaut aussi pour les États-Unis), cet argent ne sert à rien. Le ralentissement

de la zone euro est encore à venir et pourrait être plus marqué que ce que vous inscrivez dans votre prévision. Ce qui explique nos différences sur le scénario de politique monétaire. Vous privilégiez le *statu quo*. Nous tablons sur un relâchement de la politique monétaire européenne lorsque les pré-requis à la baisse des taux seront satisfaits (signes tangibles de ralentissement de l'inflation, de l'activité et des agrégats monétaires). Cela devrait être le cas à compter du troisième trimestre. Deux baisses de taux ce n'est pas grand-chose mais ce serait un signal fort. La BCE sait mettre de côté son dogmatisme et se montrer pragmatique quand c'est nécessaire. Cela contribuerait à détendre les conditions sur les marchés monétaires, à freiner (voire inverser) l'appréciation de l'euro (plus rapidement et plus amplement que ce vous envisagez dans vos prévisions de change).

Éric Vergnaud : Les premiers signes de tassement de l'activité sont visibles au travers des indicateurs avancés, et les difficultés sont particulièrement importantes en Italie et en Espagne. La hausse du PIB de 0,4 % t/t attendue en T1 pour la zone euro (publiée à la mi-mai) ne pourra pas être répétée, et la prévision de la BCE d'une progression du PIB de 1,8 % en 2008, soit seulement légèrement inférieure au rythme potentiel, nous semble par conséquent trop optimiste. Je répète notre prévision de moins de 1,5 % de hausse du PIB, tant cette année que l'année prochaine. Toutefois, il en faudra plus pour que la BCE abandonne le *statu quo* monétaire actuel. Elle demeure essentiellement préoccupée par l'inflation, qui devrait d'ailleurs se maintenir à des niveaux élevés au cours des prochains mois (au-dessus de 3 % d'ici à l'hiver et pas sous 2 % avant 2009), et par les risques d'effets de second tour dont la matérialisation pourrait miner la stabilité des prix à moyen terme. En fait, il faudra que des signes tangibles de ralentissement dans la zone euro apparaissent pour voir la BCE infléchir sa position. Or, la Banque centrale ne s'appuyant que de façon complémentaire sur les enquêtes de conjoncture, il faudra probablement attendre la publication du PIB du deuxième trimestre au plus tôt. Dans ces conditions, une baisse du *refi* ne doit pas être attendue avant la fin de l'année, sauf détérioration plus rapide de l'activité et/ou de ralentissement plus précoce des prix.

Jean-Paul Fitoussi : La BCE a un problème de crédibilité. Elle devrait être « forward looking », agir pour prévenir le déséquilibre, plutôt que de réagir une fois les déséquilibres avérés. S'il lui fallait attendre la publication des chiffres du PIB du deuxième trimestre avant de prendre une décision, alors qu'elle dispose de tous les moyens d'information et de prévision nécessaires, elle entrerait en contradiction avec son objectif même qui est de combattre l'inflation à moyen terme.

Revenons à la situation de la France.

Éric Vergnaud : Nos prévisions de croissance sont un peu retrait par rapport aux vôtres, puisque nous attendons 1,5 % au plus cette année et une performance relativement proche en 2009. Le freinage devrait avoir bel et bien lieu, avec un retard classique de deux trimestres par rapport au cycle américain. Combiné à des tensions sur le financement des entreprises, qui sont exposées au durcissement des conditions tant du crédit que des financements par le marché, il pourrait se traduire par un fléchissement marqué de la croissance de l'investissement productif. Même si la consommation amortira probablement le choc, l'exercice fiscal 2008 sera très compliqué pour le gouvernement. Le respect du seuil de 3 % pour le ratio déficit public/PIB devrait être très difficile en 2008. Enfin, nous n'excluons pas que si l'effet de la récession américaine se manifeste au quatrième trimestre, et non au troisième, le profil de croissance conduise à une progression du PIB de l'ordre de 1,6 % en 2008 et en retrait l'année prochaine.

Jean-Paul Fitoussi : Nous restons plus élevés que le marché des prévisions, nous maintenons ce différentiel, nous pensons donc que nous avons raison. Finalement vos scénarios sont proches du nôtre, celui de BNP Paribas un peu plus pessimiste. Il faudrait régler ce problème des divergences. Ce qui est intéressant c'est de savoir par quel cheminement nous divergeons. L'autre série de différences sont les hypothèses de départ. C'est sur ces hypothèses qu'il faudrait travailler ensemble ; essayer de confronter, non pas les chiffres, mais les hypothèses.

