

Débat sur les perspectives

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

Participants au débat sur les perspectives à court terme du 11 octobre 1999

Jean-Michel Boussemart : Rexecode

Gérard Maarek : Caisse Nationale du Crédit Agricole

Jean-Paul Fitoussi, Jacky Fayolle, Olivier Passet, Christine Riffart,
Philippe Sigogne, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau
: OFCE

La logique générale de la prévision mondiale, les États-Unis et les déséquilibres épargne-investissement

Jean-Michel Boussemart : A Rexecode, nous n'avons pas de vision très différente de la prévision portant sur l'environnement international. Cependant, nous sommes un peu moins optimistes que l'OFCE, d'une part sur la croissance du PIB mondial et du commerce international, donc sur la demande extérieure adressée à la zone euro, et d'autre part sur l'évolution du dollar et son impact sur l'économie européenne. Nous craignons par ailleurs que les tensions financières n'entraînent les taux d'intérêt à long terme au-dessus de ce qu'a retenu l'OFCE. Nous avons donc une vision moins dynamique des exportations européennes et françaises.

Cela nous conduit à une réflexion plus générale : la conjoncture européenne montre peu d'autonomie vis-à-vis du reste du monde. Le choc venant des pays émergents en a été l'illustration ; lorsque l'activité de ces zones a reculé, la croissance a fléchi ; actuellement, on enregistre une réaccélération grâce, entre autres, à la reprise en Asie. L'autonomie de l'Europe par rapport à son environnement extérieur est faible.

A cela s'ajoutent des points spécifiques à l'Europe et à la France. Les perturbations liées aux 35 heures pour les entreprises ne doivent pas être oubliées. De plus, les facteurs structurels qui brident la croissance sur notre continent depuis plusieurs années n'ont pas disparu, même s'ils se sont un peu estompés : c'est le cas en particulier de la surévaluation persistante de l'euro vis-à-vis du dollar, dont on peut craindre qu'elle ne s'accroisse en 2000, et du poids élevé des dépenses publiques et des prélèvements obligatoires dans le PIB. Enfin, les interventions étatiques

presque incessantes en France viennent modifier les règles du jeu fiscal et sont source d'incertitude pour les entreprises.

La prévision de Rexecode pour la France est donc à 2,8 % en 2000, après 2,3 % en 1999, à comparer aux 3,5 % et 2,6 % pour l'OFCE. Nous sommes conscients, en outre, que les déséquilibres financiers extra-européens sont tels qu'une menace de rupture existe, qui rendrait même irréaliste une prévision à 2,8 %.

Jean-Paul Fitoussi : L'absence d'autonomie de l'Europe dans la conjoncture mondiale vous semble-t-elle inscrite dans les faits ou étonnante?

Jean-Michel Boussemart : Elle est inscrite dans les faits : c'est une constatation. La situation en Europe est différente de celle des États-Unis, où la croissance continue au rythme de 4 % l'an, quoi qu'il arrive à l'extérieur. L'Europe pourrait cependant manifester davantage d'autonomie.

Jean-Paul Fitoussi : Pour l'Europe, il importe que la demande interne reprenne. N'y aurait-il pas d'autonomie de celle-ci par rapport à la demande mondiale?

Jean-Michel Boussemart : C'est un constat : lorsque les exportations extra-européennes ralentissent, le commerce intra-européen est touché, ce qui amplifie au plan interne les évolutions externes.

Henri Sterdyniak : Nous partageons le même doute et la même incompréhension : pourquoi l'Europe a-t-elle été beaucoup plus frappée par la crise asiatique? Le trou d'air a, en effet, concerné surtout l'Europe; l'évolution des taux d'intérêt à long terme et des Bourses montre que les marchés ne considèrent pas l'Europe comme une entité capable d'autonomie; malgré l'euro, les marchés financiers européens restent à la remorque des marchés américains. Certes, lorsque l'on observe la réalité objective — faible degré d'ouverture et importance du marché interne — on peut en conclure que l'Europe devrait être capable d'exercer son autonomie; mais ce n'est pas encore le cas.

Philippe Sigogne : Dans un monde sans beaucoup d'inflation, tout le monde est sensible aux variations de prix. C'est bien un phénomène mondial. La baisse des prix anticipée bloque les comportements de demande, partout, quelle que soit la demande finale; toute la demande intermédiaire destinée à être stockée est

touchée, qu'elle concerne les produits intermédiaires, d'équipement ou de consommation. Lorsque les prix repartent, chacun peut reprendre sa tendance autonome, mais dans un premier temps, tous les pays sont touchés de la même façon. Par ailleurs, on n'a pas suffisamment souligné que lors de la crise russe, le dollar a sensiblement baissé; cela a atténué le choc sur les États-Unis et amplifié les effets sur l'Europe, d'autant que la politique monétaire a été plus réactive aux États-Unis. Temporairement, on a donc pu avoir l'impression que l'environnement extérieur pénalisait davantage l'Europe. Par la suite, on devrait retrouver une certaine autonomie: la croissance européenne s'accélère et la croissance américaine ralentit.

Jean-Paul Fitoussi : La croissance de certains pays européens ayant été presque exclusivement tirée par la demande externe, le choc asiatique a exercé des effets dissymétriques du fait des différences de structures des échanges extérieurs. Le choc a donc concerné surtout l'Allemagne et l'Italie.

Gérard Maarek : Une remarque d'abord sur l'approche : l'OFCE ne tire pas assez les conséquences du caractère global de l'économie mondiale. L'analyse juxtapose des économies nationales, en situation très différentes les unes des autres. Le tableau reste un puzzle difficile à assembler.

Si l'on revient sur le diagnostic, on peut caractériser les années 1997-1998 comme un choc de la partie internationale de l'économie mondiale, c'est-à-dire de l'ensemble des secteurs exposés, donc de l'industrie. Cette couche a été affectée par une dépression brutale de la demande dans une zone spécifique, l'Asie, qui représente environ 40 % de l'économie mondiale. On a pu observer ensuite les conséquences, par ricochet.

A l'automne 1998, la perception communément partagée était celle d'une déflation menaçante avec des risques importants de recul de l'activité et d'enchaînements financiers catastrophiques. Aujourd'hui, le tableau a complètement changé : on a assisté d'abord à la fin du trou d'air industriel; le commerce mondial redémarre de façon généralisée car tous les offreurs de produits industriels sont concernés. On a assisté ensuite à la fin du *stress* financier : les marchés ont constaté que l'ajustement conjoncturel en Asie a été réalisé; la dévaluation a été réussie et l'ajustement des entreprises est en bonne voie, les salaires nominaux n'étant pas rigides; les marchés ont été rassurés par le succès de l'ajustement conjoncturel, même si l'ajustement structurel se poursuit. Enfin, si les banques internationales ont constitué des provisions considérables en 1998, elles ont cessé d'en passer en 1999.

Tout cela a changé la donne et s'est répercuté sur les autres couches de l'économie mondiale, c'est-à-dire *primo* sur l'ensemble des pays producteurs de matières premières — la phase de dépression des prix est terminée — et *secundo* sur l'économie domestique, qui s'est retrouvée en position plus favorable car les politiques budgétaires et monétaires, qui s'étaient ajustées à la crise financière, n'ont pas fait le chemin inverse. Les taux d'intérêt avaient baissé lors de la crise, mais n'ont pas, depuis lors, augmenté dans la même proportion : aux États-Unis, deux tiers seulement de la baisse des taux a été compensée, et aucune hausse n'est encore intervenue en Europe. Les politiques monétaires souffrent ainsi d'une certaine asymétrie : elles ont pour doctrine de piloter le taux d'inflation, mais elles réagissent également à l'éclatement d'une bulle financière par une baisse des taux; en sens inverse, elles ne réajustent pas les taux à la hausse quand la crise s'interrompt et ne réagissent pas non plus à la formation de la bulle. Cette dissymétrie est donc un élément de stimulation de la demande domestique.

Quelles en sont les conséquences? L'OFCE décrit une économie réelle en reprise, mais qui demeure en dessous de son potentiel pour sa composante exposée. Ceci va se poursuivre car les politiques économiques restent accommodantes. Ainsi, toutes les prévisions sont révisées à la hausse : entre janvier et septembre 1999, le consensus pour 1999 est passé de 1,4 à 2,4 % pour l'ensemble du monde et de 2,4 à 3,8 % pour les États-Unis; pour 2000, il est passé de 2,5 à 2,7 % pour l'Europe. L'OFCE a donc eu raison de prendre un temps d'avance.

Mais on peut s'interroger sur la répartition de la croissance mondiale et sur l'analyse plus spécifique des zones. En ce qui concerne les pays producteurs de matières premières d'abord : le prix du pétrole, prévu à 18 dollars en 2000 par l'OFCE, n'est pas cohérent avec le reste de la prévision : pourquoi le cartel de l'Opep s'accommoderait-il d'une baisse de prix et de revenus dans un contexte de reprise généralisée de la demande?

Pour le Japon, les chiffres paraissent bons, mais le commentaire est timide au regard de ces chiffres. Les politiques économiques de type classique (le *policy mix*) n'ont pas fonctionné dans le passé. Actuellement, la politique budgétaire de relance produit des effets car c'est la première fois qu'elle prend en charge la recapitalisation des banques; leur capital a été ouvert à l'étranger, ce qui laisse espérer la fin du *credit crunch*.

En ce qui concerne l'Europe, il faut se méfier du biais induit par une optique purement française. La situation est bonne, mais des divergences conjoncturelles subsistent et n'ont pas de raison de se résorber significativement. Au delà des raisons conjoncturelles,

comme une plus grande exposition de l'Allemagne par exemple au choc asiatique, des différences structurelles demeurent à l'intérieur de l'Europe : l'Allemagne reste chère dans l'espace de monnaie unique.

Si l'on compare aux États-Unis, il faut raisonner en écart au *trend* structurel, et non en taux de croissance instantané. Le *trend* américain actuel est significativement plus élevé qu'en Europe. Celle-ci peut croître davantage que l'an passé, sans faire mieux ou aussi bien que les 4 % américains.

Enfin, l'accélération de la croissance internationale va poser des problèmes aux États-Unis, à réglage conjoncturel inchangé. Puisqu'ils sont en limite de surchauffe, la mise en résonance de l'économie mondiale va provoquer des difficultés de financement du déficit extérieur américain. La prévision de l'OFCE ne fait pas grand cas du mode de résolution de ces tensions, alors que ce problème va en s'amplifiant. Or les ruptures aux États-Unis sont historiquement toujours venues de l'extérieur : hausse des taux d'intérêt anglais en 1929, hausse des taux allemands en 1987... La compétition sur les marchés de capitaux va rendre le financement américain plus difficile si l'Europe et le Japon attirent davantage de capitaux. Il faudrait tirer toutes les conséquences de la vision optimiste de la croissance européenne et japonaise sur les risques de tensions dans la sphère financière.

Henri Sterdyniak : L'économie mondiale est globale et en même temps diverse. Il est donc intéressant, aussi, de souligner les particularités. Même dans une Europe en forte croissance, des pays s'en sortent moins bien.

Christine Riffart : La prévision du prix du pétrole à 18 dollars en 2000 est fondée sur l'ajustement déjà opéré en 1999 au sein de l'Opep, d'autant qu'il est peu probable que la discipline se maintienne après mars 2000 : un net relâchement des quotas est possible au-delà. L'Opep n'a pas intérêt à des prix élevés, qui rendraient rentables de nouveaux gisements. Même à 21-22 dollars le baril, elle perd des parts de marché, ce qui est contraire à la stratégie menée depuis 1985.

Gérard Maarek : Pourquoi y aurait-il relâchement dans un contexte de demande forte ? L'OFCE suppose que l'Opep arbitre entre des pertes de revenu immédiates et un maintien du revenu plus tard.

Henri Sterdyniak : Nous faisons effectivement l'hypothèse d'un comportement stratégique de l'Opep, qui tente d'obtenir un prix de moyen terme.

Par ailleurs, notre prévision globale est fondée sur un « miracle » : la Bourse américaine stagne ou baisse suffisamment pour que la demande interne se ralentisse, que les tensions inflationnistes s'atténuent et que l'on évite ainsi le scénario catastrophe de hausse des taux d'intérêt — chute de la Bourse — chute du dollar, scénario que nous avons exploré il y a un an.

Philippe Sigogne : Le financement de l'économie américaine posera certes des problèmes si la reprise est suffisamment forte ailleurs. Mais ce ne sera pas encore le cas en 2000 : les perspectives d'investissements en Europe et au Japon ne prendront pas une ampleur telle qu'il y ait un réel problème de financement, compte tenu des liquidités existantes.

Gérard Maarek : Dès maintenant, des investissements directs se retirent des États-Unis et se dirigent vers le Japon.

Jean-Michel Boussemart : Le yen va probablement baisser, si bien que les capitaux japonais ne vont plus rentrer au Japon. Le financement de la balance américaine pourrait donc en être facilité. Mais il ne pourra pas être aussi aisé qu'antérieurement car le stock de dettes américaines est considérable et continue de monter ; le déficit de la balance courante a actuellement dépassé son précédent record de 3,5 % du PIB de 1985 ; or à l'époque, cela avait conduit à une forte chute du dollar, à la suite des accords du Louvre et du Plaza. Le dollar partait alors de plus de 10 francs et la marge de baisse était plus grande. Si une forte baisse intervenait dans les mois à venir, cela serait catastrophique pour l'Europe.

Jean-Paul Fitoussi : Quel est votre sentiment sur une croissance trop forte de l'endettement des ménages et des entreprises américains ? Y a-t-il surendettement ?

Jean-Michel Boussemart : Oui. Le *New Age* est une réalité mais son impact sur la conjoncture est exagéré. Le boom repose aussi sur des facteurs classiques tels que la forte croissance des immatriculations d'automobiles et des mises en chantier de logements. Cette croissance a été permise par la désinflation, induite par la baisse des prix du pétrole et des matières premières, et par l'accroissement des plus-values dû à la montée des cours boursiers. Les

hausse boursière ont poussé les agents privés à s'endetter; l'endettement est monté à des niveaux dangereux, surtout pour les ménages. Certes, leur situation patrimoniale nette est meilleure qu'il y a quelques années, mais une baisse de Wall Street, surévalué, réduirait la valeur de leurs actifs. Pour les banques, le risque d'insolvabilité s'est ainsi déplacé des pays émergents aux ménages américains.

Le ralentissement de l'économie américaine au deuxième trimestre 1999 est transitoire; la question demeure donc de savoir comment va s'atténuer la vigueur de la consommation des ménages. La remontée d'un demi-point des taux d'intérêt, opérée par la Fed, ne paraît pas suffisante. La prévision de Rexecode anticipe de nouvelles hausses de taux (un demi-point supplémentaire) pour conduire à un scénario d'atterrissage en douceur. Mais seront-elles suffisantes pour résoudre les tensions et freiner l'appétit de dépenses des ménages et des entreprises? Pour ces dernières, la comparaison de la rentabilité de leur capital productif et du rendement réel des obligations montre qu'il y a encore matière à investir, car la profitabilité reste positive. Ceci peut paraître contradictoire avec le fait que les rendements de la Bourse américaine (PER) paraissent inférieurs aux rendements des obligations; mais cette contradiction n'est qu'apparente car la valorisation des entreprises américaines par le marché dépasse de 30 à 40 % la valorisation qui découle d'une évaluation de leur capital productif au coût de remplacement. D'où les risques potentiels de rupture. Il est vrai, en poussant l'analyse plus loin, que si d'aventure ce risque se matérialisait, le retournement serait brutal et le danger inflationniste s'estomperait; par conséquent, la Réserve fédérale pourrait baisser les taux d'intérêt et le budget pourrait être utilisé pour soutenir le revenu des ménages par des baisses d'impôts, compte tenu de ses excédents.

Jean-Paul Fitoussi : Il existe une position médiane selon laquelle la bulle de la Bourse serait localisée aux valeurs technologiques. Dans ce cas, l'analyse des effets d'une explosion de la Bourse se réfère aux conséquences de la chute de ces valeurs particulières sur les valeurs des autres secteurs, qui évoluent de façon normale.

Gérard Maarek : Nous sommes en présence non seulement d'une bulle boursière mais aussi d'une bulle de crédit. Les ratios d'endettement ont atteint des niveaux historiques, pour les ménages et les entreprises. Le déséquilibre épargne-investissement du secteur privé est donc considérable. Dans les années 1980, on parlait des déficits jumeaux de l'extérieur et du secteur public; désormais nous avons des déficits jumeaux de l'extérieur et du secteur privé.

Si le financement du déficit extérieur pose problème, on retrouvera la même difficulté du côté du secteur privé. Tous les éléments sont donc réunis pour décrire le tableau d'une économie au bord de la surchauffe, installée dans une situation d'excès de crédit. Au plan macroéconomique, il est difficile de définir comment sont réparties les fragilités financières, même si au plan microéconomique on peut localiser les excès.

La datation du déséquilibre est également incertaine; l'économie américaine peut vivre dangereusement, au bord du précipice, un an de plus, surtout si la conjoncture de l'Europe et du Japon demeure languissante et que les investisseurs restent attirés par le marché américain. La maladie ne fait cependant pas de doute.

Philippe Sigogne : Le seul point actuellement rassurant concerne la rentabilité. Le taux de rendement des actifs a continué à monter dans ce cycle, au delà du point atteint dans le cycle précédent. Le taux d'endettement/valeur ajoutée a retrouvé le sommet antérieur de 1987, après une situation très difficile en 1988-1989 où les taux d'intérêt réels très élevés produisaient des effets de boule de neige sur la dette, alors même que les taux de rendement étaient plus faibles qu'aujourd'hui. Les deux situations ne sont donc pas comparables : la situation actuelle autorise un endettement plus élevé par rapport à la production, dans la mesure où il est plus aisément remboursable dans l'avenir.

Gérard Maarek : Comme l'a dit Jean-Michel Boussebart, les ratios de patrimoine ne sont qu'en apparence favorables, car on rapporte un endettement à un actif évalué à des prix élevés. Mais si l'actif est aussi élevé, c'est précisément parce qu'il y a eu endettement. La valeur du collatéral monte en même temps que l'émission de crédit.

Philippe Sigogne : C'est pourquoi il faut raisonner en endettement rapporté à la production.

Jean-Paul Fitoussi : Peut-on s'inquiéter du niveau élevé du ratio dette/revenu quand le niveau du taux d'investissement est le double de ce qu'il était dans les années 1960-1970?

Henri Sterdyniak : Le texte de l'OFCE souligne qu'il y a bien une bulle financière, mais aussi que l'économie américaine réalise des gains de productivité importants, que son marché du travail est dynamique et que la compétitivité est bonne y compris dans le domaine industriel. Il n'y a donc pas que la bulle financière.

Philippe Sigogne : La situation américaine est très différente de celle de la Corée et du Japon, où le taux de rendement des actifs reste très bas.

Jean-Michel Boussemart : Effectivement, avec des taux d'intérêt réels apparents élevés, la profitabilité demeure nettement positive. Mais le problème se situe davantage du côté des ménages, pour lesquels le ratio de leur passif à leur revenu dépasse 100 %, que du côté des entreprises.

Le Japon

Jean-Michel Boussemart : Malgré les efforts budgétaires, nous pensons, à Rexecode, que le Japon n'est pas tiré d'affaire pour deux raisons. D'abord la hausse du yen rend l'appareil productif non compétitif; les coûts salariaux horaires dans l'industrie sont actuellement supérieurs de 20 % à ceux des États-Unis et de l'Europe, et bien plus encore relativement aux coûts salariaux coréens. Les gains de productivité ne peuvent éponger un tel écart, d'où les pertes de parts de marché à l'exportation. La croissance japonaise ne reposera donc pas sur l'extérieur. Pour les partenaires, il serait d'ailleurs inacceptable qu'elle repose sur l'extérieur, le Japon dégageant déjà un excédent extérieur massif.

En second lieu, la demande intérieure ne peut que rester bridée; du côté des ménages, il s'avère que les entreprises pèsent sur l'emploi et les salaires pour tenter de restaurer leur compétitivité, d'où une faible consommation; celle-ci est d'autant plus modérée que les ménages accroissent leur épargne de précaution, sachant que la montée de la dette publique est difficilement compatible avec les changements démographiques à venir à un horizon proche. Du côté des entreprises, la baisse de la profitabilité du capital a entraîné celle du taux d'investissement, qui reste cependant encore trop élevé relativement à l'Europe et aux États-Unis; l'ajustement du stock de capital n'est pas terminé et la demande finale des entreprises demeurera donc atone.

Une croissance soutenue, auto-entretenu et durable est donc peu probable à horizon 2000. Au plan mondial, il en résulte que l'épargne japonaise à recycler pour le reste du monde restera abondante.

Philippe Sigogne : Il y a une différence d'appréciation sur l'utilité et l'efficacité des politiques publiques. Nous sommes dans une situation qui justifie un *policy mix* avec une politique monétaire très accommodante et une politique budgétaire qui doit continuer à être fortement expansive. C'est la condition pour régler le problème lancinant d'un excédent extérieur excessif, qui pousse le yen à la hausse. Si, dans un premier temps, la politique monétaire ne parvient pas à être efficace car les agents intérieurs privés ne veulent pas s'endetter, faute de confiance, seule la puissance publique peut donner l'impulsion. Elle a les moyens de réduire l'excédent courant et d'éviter que le yen continue à s'apprécier. Certes la relance de la dépense publique, à elle seule, ne permet pas à l'économie privée de repartir. L'insuffisance de rentabilité dans le système privé induit une baisse de l'investissement et une réduction du stock de capital ; mais la politique publique doit être très expansive le temps que l'ajustement se fasse.

Jean-Paul Fitoussi : Il y a un phénomène inquiétant du côté de la déflation des salaires et de la baisse de l'emploi.

Philippe Sigogne : Au Japon, la part des salaires dans la valeur ajoutée a augmenté au cours des années 1990, et ce jusqu'en 1998, de 7 points relativement aux autres pays du G7.

Olivier Passet : Il y a actuellement une forte déflation des salaires, le Japon étant l'un des rares pays où on peut l'obtenir.

Par ailleurs, tout le monde a la même trame d'analyse structurelle du Japon ; sur cette trame, interviennent des impulsions publiques qu'il faut chiffrer et dont il faut évaluer l'impact dans le temps. L'irrégularité de ces impulsions crée une grande instabilité. Le profil de l'investissement public, tel qu'il se dessine actuellement, va fortement configurer celui de la croissance. Ce chiffrage technique est essentiel et prend le pas sur les autres considérations macroéconomiques. C'est grâce à cela que la précédente prévision s'est, à raison, démarquée de deux points du consensus. On sait que le deuxième semestre 1999 sera faible et qu'un plan est programmé pour éviter les erreurs de 1996 — forte croissance de 5,1 % puis retombée brutale.

Personne ne croit à une reprise de l'investissement privé car il faut d'abord rétablir la rentabilité ; l'effort budgétaire ne sera donc pas relayé. La hausse du yen incite, par ailleurs, à être négatif également sur le devenir des salaires (baisse des primes pour améliorer la compétitivité des entreprises) ; la consommation ne peut donc pas être dynamique. En conséquence, on ne voit pas

les enchaînements positifs du côté de la sphère privée. Quant à la politique monétaire, on constate que les liquidités créées par la banque centrale ne sont pas réinjectées dans l'économie japonaise.

Gérard Maarek : Pourquoi condamner à perpétuité le Japon, qui dispose d'une main-d'œuvre bien formée et de ressources abondantes ? Les pays qui ont survécu à l'éclatement d'une bulle financière et qui ont émergé le plus rapidement sont ceux qui ont accepté de recapitaliser leurs institutions financières. Le Japon ne l'avait pas fait jusqu'à présent, d'où le marasme, mais cet ajustement se réalise depuis un ou deux ans (ouverture du capital des banques aux investisseurs étrangers et recapitalisation par fonds publics). Au plan conjoncturel, les informations récentes sont plutôt bonnes et incitent à penser que le secteur privé peut bouger.

Jean-Paul Fitoussi : Comment interrompre un processus de déflation ? Comment changer les anticipations pour qu'elles deviennent inflationnistes ?

Gérard Maarek : En reconstruisant une base pour le crédit intérieur.

Jean-Paul Fitoussi : Mais la déflation aggrave les problèmes de solvabilité.

L'euro

Jean-Michel Boussemart : L'euro est surévalué au regard des coûts du travail. Avec le change 1 euro = 1,05 dollar, il y a parité du coût salarial horaire dans l'industrie entre les cinq grands pays européens et les États-Unis, alors que la productivité de l'appareil productif américain est supérieure à celle de l'Europe. La situation en matière de compétitivité européenne s'est améliorée depuis quelques années grâce à la remontée du dollar, mais on demeure encore en situation de disparité. Une pression continue donc de s'exercer sur les prix et les marges à l'exportation des entreprises européennes, ce qui est préjudiciable à la croissance. Nous craignons que les problèmes financiers américains ne provoquent une montée de l'euro, ou bien que la BCE élève intempestivement les taux d'intérêt, ce qui aurait le même effet.

Gérard Maarek : Il n'y a pas, actuellement en Europe, d'espace pour une baisse supplémentaire des taux d'intérêt puisque la croissance s'accélère, que le taux d'utilisation des capacités est à son niveau normal et que certains pays sont presque en surchauffe. Par ailleurs, si l'on croit à la vulnérabilité financière des États-Unis, les politiques monétaires des autres pays deviennent importantes; on voit mal, dans ces conditions, que la BCE agisse seule, sans concertation. Enfin, quant aux changes, l'Europe peut s'autoriser une politique de *benign neglect* : la politique doit être tournée principalement vers des objectifs internes, sous réserve d'une prise en compte des déséquilibres mondiaux. Mais les objectifs internes ne doivent pas être limités à l'inflation des prix de détail; doivent également être pris en compte les prix de production et les bulles sur les prix des actifs immobiliers ou boursiers.

Jacky Fayolle : Dans ce qui a été décrit des contraintes et incertitudes de cette conjoncture mondiale dans un cadre globalisé, quelle est la nature des politiques économiques européennes et japonaise optimales? Il ressort du débat que soit l'Europe et le Japon ne poussent pas la croissance, ce qui éloigne les difficultés du financement américain mais laisse entier leur problème de déficit extérieur; soit ces deux zones soutiennent la croissance, d'où une résorption du déficit extérieur mais un déséquilibre de financement par attraction des capitaux vers l'Europe et le Japon. Que faire alors?

Gérard Maarek : L'attractivité du territoire européen ne résulte pas uniquement de la façon dont les pouvoirs publics ont la capacité de stimuler la croissance. Elle tient à bien autres choses : politiques structurelles d'accueil des investissements étrangers, coûts relatifs et perspectives à moyen-long terme. Une relance très volontariste aurait peut-être des effets contre-productifs.

Henri Sterdyniak : Une période de croissance continue en Europe, aidée par des bas taux d'intérêt et une politique budgétaire pas trop restrictive attirerait des investissements, faisant de l'Europe un pôle plus attractif que ce qu'il est actuellement. Si l'Europe investissait dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication, elle constituerait une zone active à court-moyen terme. Le « nuage » idéal à court terme est celui d'un redémarrage en Europe et d'un ralentissement aux États-Unis.

Gérard Maarek : Des politiques budgétaires accommodantes ne sont pas forcément le signe d'une volonté de modifier les structures et d'offrir des territoires plus accueillants. Elles peuvent être lues

comme un laxisme ambiant, agissant sur les conjonctures et non les structures. L'Europe se caractérise par un dualisme croissant entre des secteurs qui sont à la pointe de la compétitivité mondiale et des secteurs protégés où il reste beaucoup à faire. Ce dualisme ne s'estompe pas et réduit l'attractivité du territoire.

Jean-Paul Fitoussi : Dans les années 1990, l'Europe a souffert d'un retard d'investissement, de sorte que la rentabilité devrait être, aujourd'hui, plus élevée. C'est de nature à attirer les investisseurs, puisqu'il y a des retards à combler.

Jean-Michel Boussemart : Pour revenir à la déconnexion Europe-États-Unis, il faut souligner que les taux réels à long terme en Europe ont récemment monté relativement aux taux américains. Les marchés anticipent-ils une remontée des taux de la BCE qui aille au-delà de ce qui est induit par les fondamentaux de la croissance et de l'inflation ? Ou bien la croissance effective est-elle plus forte que ce que nous supposons ? Une déconnexion plus nette des taux de part et d'autre de l'Atlantique, liée aux excédents et déficits d'épargne, serait justifiée ; et pourtant l'Europe est aspirée par la montée des taux longs américains, ce qui peut être bénéfique pour limiter éventuellement toute bulle immobilière, mais est préjudiciable à l'investissement productif.

Jean-Paul Fitoussi : Les connexions financières sont très fortes, même si elles ne sont pas toujours légitimes.

La France

Jean-Michel Boussemart : La prévision de Rexecode est plus faible que celle de l'OFCE ; la moindre progression des exportations, consécutive à celle du commerce mondial (et non pas des pertes de parts de marché) explique l'écart sur le PIB. Le cycle peut-il osciller autour d'un *trend* supérieur à celui des vingt-cinq dernières années, c'est-à-dire 2,2-2,3 % ? Peut-on faire mieux aujourd'hui ? Certes, avec l'euro, les perturbations monétaires intra-européennes sont derrière nous, mais certaines forces, qui ont bridé la croissance passée, n'ont pas disparu : c'est le cas des hausses de prélèvements obligatoires, de l'incertitude du paysage fiscal et de nouvelles mesures comme les 35 heures.

Jean-Paul Fitoussi : Mais la croissance de 1998 a atteint 3,4 %. Si l'on considère que la conjoncture actuelle est meilleure que celle de 1998, pourquoi la croissance de 2000 lui serait-elle inférieure ?

Gérard Maarek : Sur tous les agrégats, la prévision de l'OFCE est supérieure à celle du Crédit Agricole. La conjoncture de 1998 avait comporté des surprises agréables, en particulier une désinflation non anticipée, soutenant la hausse du salaire réel et du pouvoir d'achat du revenu des ménages. Or cette tendance s'inverse en 1999-2000 et la pente de la consommation sera plus faible. Le regain anticipé par l'OFCE en 2000, après le ralentissement de 1999, se fonde sur des effets de rattrapage et des créations d'emplois aidés. On peut s'interroger sur le bien fondé de ce dynamisme interne.

La politique économique souffre moins d'un excès de charges que d'une entropie croissante. L'architecture fiscale et sociale est en voie de délabrement, les frontières entre les domaines fiscal et social, local et étatique disparaissant. L'État devient gestionnaire du marché du travail et de l'ensemble des administrations publiques. Il manipule l'Unedic et les collectivités locales, transfère des fonds de la taxe professionnelle, construit un bricolage fiscal pour intervenir sur le marché du travail. C'est une dérive qui reflète l'idée qu'en manipulant le système fiscal et social, on peut gérer le marché du travail. D'autant qu'il ne met pas à profit l'embellie actuelle pour encourager les réformes structurelles.

Jean-Paul Fitoussi : La modification du taux d'imposition relatif du travail, en situation de sous-emploi, est une idée judicieuse.

Gérard Maarek : On ne peut accroître la pression sur le facteur capital, qui est mobile. Les marges de manœuvre sont donc faibles. L'exercice est limité du double point de vue qu'on a du mal à faire le transfert et qu'on touche à l'architecture elle-même, c'est-à-dire qu'on intervient dans le financement des prestations sociales alors qu'elle relève d'une logique propre d'adéquation entre la prestation et la cotisation. L'ingénierie fiscale et sociale que l'on bâtit aura de redoutables effets, puisqu'on finira par ne plus retrouver les logiques originelles.

Xavier Timbeau : Le raisonnement qui fonde la prévision s'est fait à deux niveaux. A taux d'épargne constant, la fin du trou d'air industriel permet un regain d'activité et un investissement plus élevé, celui-ci accompagnant la croissance puisque nous faisons l'hypothèse d'un taux d'investissement constant ; le potentiel existant en terme

de hausse de ce taux n'est pas encore utilisé à l'horizon de la prévision. Le surplus de consommation vient de l'accroissement de l'activité et des revenus. Les 35 heures n'ont pas d'effet sur le revenu, par construction.

Le taux d'épargne devrait en outre baisser, grâce à l'amélioration du chômage. De ce point de vue, la situation de 2000 est bien meilleure que celle de 1998, quand les éléments positifs déjà soulignés (désinflation importée) venaient seulement atténuer les effets négatifs de la crise asiatique. Actuellement la situation est inverse : la hausse du prix du pétrole et des matières premières atténue l'ampleur de la reprise.

En ce qui concerne la politique économique, nous jugeons qu'en phase de reprise, on a moins besoin d'une impulsion budgétaire positive. Le surplus peut donc être utilisé principalement pour réduire le déficit ou engager une réforme fiscale.

Pour les 35 heures, il n'y a pas de bricolage fiscal, mais une difficulté à utiliser l'outil fiscal. Il ne faut donc pas juger les 35 heures à l'aune de la complexité du financement mais à l'aune de son impact sur le chômage.

Gérard Maarek : Vous dites vous-même que votre analyse se fonde sur l'observation des entreprises volontaires. Mais comment peut-on extrapoler à toutes les entreprises, c'est-à-dire à celles qui vont y être contraintes ? Puisque l'observation concerne les entreprises pour lesquelles ce n'était pas pénalisant, elle ne peut en aucun cas être extrapolée. De ce fait, 170 000 créations d'emplois est un majorant.

Xavier Timbeau : Notre prévision est inférieure à celle de la Direction de la Prévision. L'observation des entreprises volontaires est très utile car elle permet d'analyser comment s'est faite l'application de la loi, quels gains de productivité ont été réalisés, quelle a été l'ampleur de la modération salariale. Pour les entreprises non volontaires, nous avons raisonné sur des hypothèses particulières, par exemple qu'elles vont baisser la durée du travail non pas de 10 % mais de 5 %, qu'elles vont financer cette baisse intégralement par les aides publiques et la modération salariale ; on ne fait pas intervenir de gains de productivité pour ces entreprises. Leur comportement supposé est donc différent de celui des entreprises volontaires ; en ce sens, ce n'est pas une extrapolation.

Les 35 heures sont une variante au compte central, en prenant garde à ne pas faire jouer une deuxième fois l'effet sur le taux d'épargne, qu'on avait fait intervenir par anticipation dans le compte central. La variante des 35 heures n'a pas d'effet sur la

croissance, puisque le coût des entreprises est maintenu à un niveau constant par rapport au compte central. On ne distingue donc pas les créations nettes du maintien d'emplois. Actuellement, peu d'entreprises présentent des projets 35 heures en maintien d'emplois, et beaucoup d'entreprises les présentent en création d'emplois; l'effet d'aubaine intégré est donc limité, mais présent.

Jean-Michel Boussemart : Deux risques contradictoires demeurent. Dans le premier cas, les entreprises pèsent sur les salaires au-delà de ce qu'on anticipe, auquel cas l'accélération de l'inflation en 2000 conduit à un ralentissement du pouvoir d'achat; la situation de 2000 serait donc inverse de celle de 1998. Dans le second cas, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, que l'on commence à observer dans certains secteurs ou métiers, induit une hausse des coûts salariaux.

Gérard Maarek : L'économie américaine travaille à 35 heures par semaine, mais 28 heures dans les services et 42 heures dans l'industrie.

Xavier Timbeau : Le risque d'une baisse des salaires semble limité. Le risque inverse de pénurie de main-d'œuvre doit être relativisé lorsque l'on a 11 % de taux de chômage.

Philippe Sigogne : On peut schématiser la logique de la prévision de l'économie française en plaquant les effets de la crise asiatique et de son dénouement sur un déroulement cyclique normal débutant en 1998. Avec une croissance potentielle de 2,25 %, la première année de reprise aurait atteint 4 %, suivie de deux années vers 3 %, puis d'un ralentissement significatif.

L'impact négatif de la crise ayant été estimé entre un demi et trois quarts de points de PIB pour chacune des deux années 1998 et 1999, il n'est pas surprenant de constater une croissance inférieure à 3,5 % en 1998, puis de l'ordre de 2,5 % en 1999. La crise se dénouant à présent, il paraît légitime d'ajouter un bon demi-point de croissance en 2000 pour atteindre 3,5 %.

Gérard Maarek : Pour soutenir une croissance à 2,25 %, il faut plusieurs années de croissance de l'investissement à des niveaux élevés, selon les évaluations de l'Insee.

A moyen-long terme, il se pourrait que l'on bute sur des problèmes d'offre de travail. Or toutes les politiques économiques agissent dans le sens d'une baisse de l'offre, aux deux extrémités de la vie active et maintenant par les 35 heures. Or, en France, le

taux d'occupation est déjà très faible. La mesure des 35 heures est donc malthusienne ; en période de sous-emploi c'est moins grave, mais si l'on vise le plein emploi dans dix ans, ce sera problématique.

Philippe Sigogne : La durée initiale du travail en France n'est pas particulièrement basse. L'action publique a poussé à davantage de négociations patronat-syndicats, avec des résultats non spontanés en termes de flexibilité. L'offre ne sera donc peut-être pas aussi réduite qu'on ne l'imagine.

Xavier Timbeau : Les 35 heures sont réversibles, *via* l'assouplissement des heures supplémentaires par exemple.

Jean-Paul Fitoussi : Est-ce une mesure conjoncturelle en période de chômage keynésien ?