

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 et Hervé Péléraux d'avoir accepté la charge de faire la synthèse de ce débat.

Jean-Paul Fitoussi

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 16 octobre 2006

Participants au débat:

- Mathieu Kaiser:** BNP-Paribas
Jean-Pierre Villetelle: Banque de France
Jean-Paul Fitoussi, Éric Heyer et Xavier Timbeau: OFCE

Mathieu Kaiser: Aux États-Unis, le retournement du marché immobilier est un phénomène important. L'immobilier a en effet été un moteur essentiel de la croissance du PIB depuis le dernier creux cyclique en 2001, par différents leviers: l'investissement résidentiel lui-même, mais aussi l'emploi et l'extraction de liquidité par extension des prêts gagés, d'où un fort effet richesse, ces trois derniers facteurs alimentant la consommation des ménages. La croissance américaine ainsi soutenue, a irrigué la croissance mondiale par la voie des importations. Dans quelle mesure la chute des prix immobiliers aux États-Unis va-t-elle avoir un impact sur la croissance américaine et, pour ce qui nous intéresse, sur la croissance de la zone euro?

Chez BNP-Paribas, nous avons une vision plus pessimiste que celle du consensus des économistes en ce qui concerne les États-Unis. Nous tablons sur une croissance américaine inférieure à 2 %, et peu supérieure à 1,5 % l'année prochaine. Nous pensons que le risque lié à l'immobilier est très significatif. Étant donné le soutien considérable du marché immobilier à la croissance américaine durant ce cycle, ce serait avoir une vision asymétrique des choses que d'oublier cette composante maintenant qu'elle fait défaut. Ni l'évolution des salaires ni celle de l'emploi ne devraient pouvoir compenser l'impact du ralentissement immobilier sur la consommation privée. 13 % des emplois créés depuis la mi-2003 l'ont été dans les seuls secteurs de la construction directement reliés à l'investissement résidentiel, alors que seuls 5 % des effectifs salariés y sont employés. Le ralentissement immobilier devrait donc logiquement impliquer un recul des créations d'emplois, une hausse du taux de chômage et donc un relâchement progressif des pressions salariales. Enfin, l'effet de richesse négatif ne serait pas compensé par la bonne tenue des marchés boursiers. Nous tablons donc sur un ralentissement de la consommation des ménages, lié à la fois à un moindre dynamisme de la masse salariale et à une remontée du taux d'épargne.

Jean-Paul Fitoussi : Votre analyse consiste à se demander comment une économie sans épargne des ménages fait lorsqu'elle est confrontée à une baisse de la valeur des patrimoines. Cependant, les taux longs n'ont pas évolué, ce qui est mystérieux.

Jean-Pierre Villetelle : Une partie de l'explication de ce mystère est que la prime de risque est relativement faible. Quant au scénario américain, et à la question pendante « récession ou pas », il faudrait des éléments tangibles — que nous n'avons pas encore observés aujourd'hui — pour maintenir le schéma négatif que vous avez retenu. Le consensus s'inscrit logiquement dans la poursuite des tendances actuelles : un ralentissement sur le marché immobilier, mais sans la formation d'une prime de risque. Le scénario BNP implique, ou impliquerait, une remontée des taux longs.

Mathieu Kaiser : Non, parce que la hausse de la prime de risque due au ralentissement du marché immobilier serait compensée par d'autres facteurs. La Réserve fédérale va réagir rapidement et vigoureusement. Certes, elle cherche aujourd'hui à ancrer les anticipations d'inflation. Mais, dès lors que les effets concrets du retournement immobilier se confirmeront, la Réserve fédérale baissera ses taux rapidement. En outre, le recyclage des pétrodollars et du produit des exportations des pays émergents continuera à faire pression sur les taux longs. Enfin, le ralentissement de l'activité plaiderait plutôt en faveur d'une baisse des taux longs...

Jean-Pierre Villetelle : L'autre élément sur ce point est relatif à la question de l'inflation globale. Toutes les zones ne sont pas en haut de cycle au même moment : jusqu'à présent, les États-Unis avaient une croissance plus forte que celle de la zone euro ; actuellement, la croissance dans la zone euro est toujours modérée, mais celle des États-Unis ralentit ; pour l'année qui vient, et selon les prévisions de l'OFCE, la zone euro aurait une croissance supérieure à celle des États-Unis. Les pays asiatiques de leur côté sont assez fortement intégrés et ont des cycles d'activité qui n'impactent pas tant que cela l'activité mondiale. On voit donc qu'il y a des décalages de conjoncture qui font qu'il ne s'exerce pas de pression généralisée sur l'ensemble des ressources de production à travers le monde. D'ailleurs, on a beaucoup parlé du rôle de la croissance chinoise pour expliquer la hausse passée du prix du pétrole, mais c'est plutôt au ralentissement américain que l'on se réfère maintenant pour expliquer la baisse présente, et pourtant la Chine poursuit sa croissance.

Jean-Paul Fitoussi : Qu'en est-il de l'inflation aux États-Unis ? On parle d'un risque d'inflation en raison des rattrapages salariaux qui pourraient se produire.

Jean-Pierre Villetelle : Aux États-Unis, la question est celle du partage de la valeur ajoutée et des gains de productivité. Ceux-ci n'ont pas

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

encore été bien intégrés dans les négociations salariales et il existe donc une marge avant que les salaires réels aillent au-delà des gains de productivité et créent des risques d'inflation salariale.

Jean-Paul Fitoussi: Donc la Réserve fédérale peut baisser les taux et s'occuper de croissance plutôt que d'inflation ?

Mathieu Kaiser: C'est notre avis. Nous pensons que les coûts salariaux unitaires resteront sous contrôle, l'effet modérateur de la hausse du chômage sur les rémunérations limitant l'impact du ralentissement de la productivité de ce point de vue. Avec d'autres facteurs, cela devrait impliquer une modération de l'inflation. Plus généralement, divers éléments plaident en faveur d'une modération de l'inflation à terme: anticipations de marché, prix à la production, cours pétroliers récents... du fait de la dégradation de la conjoncture et de la hausse du taux de chômage. Ce qui permettrait à la Réserve fédérale de baisser ses taux.

Xavier Timbeau: On ne peut pas attribuer aux seuls prix pétroliers l'accélération de l'inflation. Le regain de l'inflation sous-jacente pose un problème à la Réserve fédérale. Si le ralentissement en cours suffit à diminuer les pressions inflationnistes, alors la Réserve fédérale pourra baisser ses taux. Mais si d'un côté l'inflation reprend et que de l'autre l'activité ralentit, la Réserve fédérale sera alors confrontée à un choix très difficile.

Jean-Paul Fitoussi: Vous avez à l'esprit un scénario de stagflation. Ce scénario peut se développer, mais sa probabilité est faible parce que les entreprises américaines recourent massivement à l'externalisation et parce qu'aussi l'évolution de l'emploi est en train de s'inverser, me semble-t-il.

Jean-Pierre Villetelle: Avec la baisse du prix du pétrole, ce scénario est cependant envisageable. Il pourrait y avoir convergence de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente.

Jean-Paul Fitoussi: Le coût de la santé et des assurances, ainsi que les charges très lourdes qui pèsent sur les entreprises au titre des régimes de retraite, sont des éléments importants.

Mathieu Kaiser: Un élément important mis en évidence par les économistes américains de BNP-Paribas réside dans la décomposition sectorielle de l'inflation. La composante loyer et habitation de l'indice des prix a eu tendance à accélérer à la fin du cycle de croissance des prix immobiliers, les ménages se positionnant davantage sur le marché de la location. Une fois ce rattrapage des loyers effectué, l'inflation sous-jacente devrait connaître une évolution plus modérée. L'effet inverse pourrait donc se produire avec le ralentissement (voire le recul) de l'immobilier. On pourrait ainsi avoir une désinflation des loyers qui pourrait amortir l'augmentation des coûts de santé et désamorcer une éventuelle boucle prix-salaires.

Jean-Pierre Villetelle: La banque centrale a pour vocation d'intervenir en fonction du mouvement général des prix et non d'évolutions sectorielles spécifiques. Ainsi, si les hausses de prix restent limitées aux services de santé et aux tarifs des services sociaux liés au système de retraites, alors la Réserve fédérale aurait surtout un problème de communication pour expliquer pourquoi elle accepte un dépassement temporaire de sa cible.

Xavier Timbeau: Le discours sur la bonne ou la mauvaise inflation est intéressant; néanmoins, si les anticipations des marchés conditionnent les taux longs, ces anticipations ne sont pas basées sur des raisonnements aussi subtils que ceux qu'une banque centrale peut mener. L'inflation *headline* compte aussi. Quant aux loyers, ils dépendent des prix mais aussi des taux, et une hausse des taux peut induire une hausse des loyers de la même façon qu'une hausse des prix.

Jean-Paul Fitoussi: Je souhaiterais que la Banque centrale européenne fasse preuve de la même subtilité vis-à-vis de la hausse de la TVA allemande.

Jean-Pierre Villetelle: De fait, l'analyse de l'inflation que nous faisons dans la zone euro va au-delà de l'inflation totale (*headline*) et d'autres mesures corrigées de certains postes (*core*): elle porte également sur des mesures hors prix administrés et taxes indirectes.

Jean-Paul Fitoussi: Peut-il y avoir contagion des évolutions des marchés immobiliers, ou sont-elles déjà à l'œuvre?

Jean-Pierre Villetelle: Au sens strict, les marchés immobiliers sont relativement étanches. Si une contagion doit avoir lieu, ce sera plus par des mécanismes financiers que directement entre marchés immobiliers.

Mathieu Kaiser: Nous ne pensons pas qu'il y ait risque de contagion car la situation des États-Unis est très particulière. Les marchés immobiliers britanniques et espagnols ont certes des traits communs avec le marché américain. Mais la France, après avoir enregistré une forte croissance des prix, se dirige plutôt vers une stabilisation. En Allemagne, le paysage immobilier est au contraire assez déprimé. Pour la zone euro dans son ensemble, étant donné la différence des fondamentaux nationaux, nous ne tablons donc pas du tout sur un scénario de contagion.

Jean-Paul Fitoussi: Passons à la zone euro: souffre-t-elle d'un problème d'offre ou de gouvernance?

Jean-Pierre Villetelle: Le problème d'offre est assez évident, on l'a vu avec le manque de dynamisme du commerce extérieur de la zone euro ces dernières années. La zone euro a des problèmes vis-à-vis des États-Unis notamment en matière de R&D, de structure industrielle et technologique, ce qui la fait apparaître plutôt en retard. S'y ajoutent des problèmes de positionnement en gammes de produits et de

positionnement d'activités entre industrie et services. À ces problèmes, de l'ordre de la stratégie économique, va s'ajouter la question démographique avec le vieillissement de la population active, et les besoins croissants de qualification de la main-d'œuvre.

Jean-Paul Fitoussi: Si la zone euro souffre d'un problème d'offre, cela n'a-t-il rien à voir avec l'appréciation de l'euro depuis 2001 ?

Mathieu Kaiser: Pour la zone euro je ne pense pas que l'on puisse résumer les handicaps aux seuls problèmes d'offre. Je suis proche de la position de l'OFCE en ce qui concerne la concurrence fiscale, symptôme d'un problème de gouvernance dans la zone euro. Face à une seule autorité monétaire, on a douze politiques budgétaires non coordonnées... Et dans les conditions actuelles, la concurrence fiscale ne peut que s'accroître avec l'intégration des pays d'Europe de l'Est dans l'Union.

Jean-Paul Fitoussi: La distinction entre problèmes d'offre et de demande est souvent peu compréhensible. L'investissement est un aspect de la demande, en même temps qu'un élément essentiel de l'offre ; le retard de l'investissement lié à la politique de taux d'intérêt élevés dans les années 1990 pèse aujourd'hui sur les capacités de production et sur l'efficacité du capital. La zone euro souffre d'un problème de gouvernance flagrant. On ne peut parler de problème d'offre dans une économie où le taux d'inflation baisse alors que l'on vient de subir un choc pétrolier, où les salaires stagnent depuis longtemps. Ne passe-t-on pas à côté du sujet ? Si les États-Unis ont des marges de manœuvre pour la politique économique, pourquoi la zone euro n'en a-t-elle pas ? Lorsqu'un pays est confronté à un problème d'offre, quelle est la rationalité qui préside à l'appréciation de sa monnaie ?

Jean-Pierre Villetelle: Les problèmes du commerce extérieur de la zone euro sont les symptômes d'un problème d'offre ; le seul pays qui n'est pas confronté à des problèmes de débouchés extérieurs est l'Allemagne, qui a changé ses structures de production, transformation que les autres pays de la zone euro sont peut-être en train d'adopter. Pour autant, l'Allemagne connaît d'autres problèmes, notamment liés au facteur travail.

Jean-Paul Fitoussi: Bien sûr, tous les pays ont et auront toujours des problèmes d'offre. Mais si l'on met l'accent sur les problèmes d'offre, on légitime les politiques de compétitivité à l'intérieur de la zone euro et l'on pousse à la mise en œuvre de politiques de concurrence fiscale et sociale. C'est ce qui inhibe le développement de la zone euro. On déduit des prétendus problèmes d'offre de la zone euro qu'il faut accentuer la concurrence entre les pays, tout en réduisant la capacité concurrentielle de la zone vis-à-vis du reste du monde à cause de la

monnaie forte. On a créé la zone euro pour en faire une grande économie et l'on se comporte comme si c'était un petit pays.

Où en est l'inflation en Europe?

Jean-Pierre Villetelle: L'inflation en Europe a des structures assez différentes d'un pays à l'autre. Dans la plupart des pays, les entreprises ont eu affaire à un relèvement des prix des matières premières et certaines ont pu reporter sur le facteur travail le coût de ce renchérissement: c'est en particulier le cas de l'Allemagne. Dans de tels cas ont a parlé de « modération salariale ». En France, à la hausse du coût des matières premières importées s'est ajoutée une hausse du coût de la main-d'œuvre, du fait du phénomène de convergence des minima salariaux induits par les 35 heures et la loi Fillon. Les entreprises ont donc supporté deux contraintes et ont dû prendre sur leurs marges. (Ce diagnostic macroéconomique mériterait d'être nuancé, car les situations sectorielles sont assez hétérogènes, mais je n'entrerai pas dans ces détails). J'insiste sur le cas français que je connais mieux, mais d'autres pays ont vu des compressions de marges, l'Italie par exemple. La question de l'inflation en Europe se décline donc de la façon suivante: va-t-on sortir de la modération salariale là où elle existe, et si oui, de quelle manière? Les entreprises qui ont dû comprimer leurs marges, vont-elles chercher à les restaurer, et si oui, comment: gains de productivité ou augmentation de leurs prix?

Mathieu Kaiser: Nous ne pensons pas que l'inflation soit un danger pour la zone euro même si elle dépasse la cible de la BCE, comme elle va sans doute continuer de le faire.

D'une part, l'inflation totale dépend du marché pétrolier. Nous tablons sur une modération des prix pétroliers (entre 50 et 60 dollars le baril, soit la cible que s'est apparemment fixée l'OPEP), dont l'impact sur l'inflation sera amplifié par des effets de base favorables jusqu'au 2^e trimestre 2007.

En parallèle et au-delà, nous attendons un lent redressement de l'inflation sous-jacente avec un passage progressif de la hausse du pétrole à l'ensemble des prix, mais pas spécifiquement à travers les salaires. Nous pensons que les entreprises ne s'aventureront pas à laisser les salaires dérapier. C'est l'objectif de la BCE, et c'est pourquoi elle continuera à avoir un discours plus offensif que sa politique après avoir arrêté de monter les taux (fin 2006 selon nous).

Xavier Timbeau: Si l'inflation reste basse, comme les derniers chiffres d'Eurostat pour la zone euro ou de l'INSEE pour la France le montrent, c'est peut être parce que, en France, les gains de productivité sont plus forts qu'en Allemagne. Ce qui est un paradoxe pour une économie qui aurait un problème d'offre. La question qui se pose est moins celle de

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

l'inflation que celle de la déflation. Les tendances déflationnistes sont fortes en Europe, plus qu'aux États-Unis où le chômage est moindre. Ne risque-t-on pas le syndrome japonais ?

Mathieu Kaiser : Concernant le chiffre de septembre en France, on a eu deux phénomènes :

1) le recul des prix de l'énergie amplifié par un effet de base très important, d'où une contribution négative de cette composante à l'inflation ;

2) une décélération marquée et inattendue de la composante services. A-t-on assisté à une rupture sur ce 2^e point ?... D'ici à la fin de l'année en tout cas, un redressement du taux d'inflation reste le scénario le plus probable, ne serait-ce qu'en raison du retour de la contribution des prix de l'énergie à un niveau plus neutre qu'en septembre.

Jean-Pierre Villetelle : Les derniers chiffres d'inflation ne sont pas à mettre en parallèle avec l'évolution de la compétitivité : au-delà du seul poste « énergie », la baisse du prix du pétrole affecte également la composante transports, incluse dans les services. C'est ce qui explique l'infléchissement aussi prononcé de l'inflation. Dans une perspective plus longue, la composante « services » de l'inflation reste très dynamique : la hausse des minima salariaux dont j'ai déjà parlé, a particulièrement affecté ce secteur dans la mesure où il emploie un grand nombre de salariés payés à des niveaux proches du SMIC, et sa moindre exposition à la concurrence internationale y a permis la diffusion des hausses de coût salarial aux prix. Pour autant, quand on enlève les effets 35 heures, la dynamique salariale en France ne révèle pas de dérapage d'anticipation d'inflation. Ce qui intrigue ce sont les effets de premier tour qui ne se sont pas entièrement matérialisés : pour caricaturer la situation, comment se fait-il que l'effet prix de l'énergie se soit uniquement concentré sur la seule composante énergie de l'indice ? Du coup, si les prix des matières premières se stabilisent, et si les effets de premier tour apparaissent plus franchement, avec une plus large diffusion aux composantes de l'inflation sous-jacente des hausses passées des prix de matières premières, on aura mécaniquement un ralentissement de l'inflation totale et une accélération du sous-jacent, les deux convergeant ainsi l'un vers l'autre.

Jean-Paul Fitoussi : On pourrait aussi dire que si l'effet des hausses du prix de l'énergie reste concentré sur la composante énergie de l'inflation, c'est qu'il y a des tensions déflationnistes en cours ; c'est le scénario évoqué par Xavier Timbeau.

Passons à la France où la bonne surprise de la croissance avait été bien prévue par l'OFCE il y a une année. Performance insuffisamment remarquée.

Mathieu Kaiser : Nous analysons la bonne surprise du T2 comme un rattrapage par rapport à une année 2005 très décevante au regard du redressement des indicateurs à partir de la mi-2005, qui ne s'était pas encore traduit dans les comptes. Par ailleurs, les premier et deuxième trimestres doivent s'analyser ensemble étant donné la contribution importante des variations de stocks, d'abord en négatif, puis en positif. Fondamentalement, malgré les difficultés du commerce extérieur, la reprise française a été de pair avec celle, déterminante, de la zone euro. En perspective, nous pensons que la croissance française va diminuer mais restera supérieure à son potentiel jusqu'à la fin de l'année. Elle devrait ralentir plus nettement après le premier trimestre 2007. Le début 2007 verra en effet la convergence des effets du ralentissement américain, du resserrement budgétaire dans les principaux États de la zone (avec notamment la hausse de la TVA allemande), et de la remontée des taux de la BCE. Tous ces facteurs de ralentissement étant connus à l'avance, les entreprises pourraient rapidement freiner leurs investissements et leurs embauches. La croissance française pourrait cependant s'aligner sur son potentiel, à 2 %, grâce à l'acquis de croissance à la fin 2006.

Jean-Pierre Villetelle : Notre diagnostic est assez similaire, la surprise du deuxième trimestre est grande mais on ne voit pas la surprise se reproduire. Début 2007, la réforme de la TVA et la réduction des charges en Allemagne devraient permettre à ce pays de dégager des gains de compétitivité, tant à l'importation qu'à l'exportation, ce qui affecterait son principal client et son principal fournisseur, c'est-à-dire la France. Mais par ailleurs, deux facteurs pourraient jouer en sens inverse et dans la même mesure : d'une part les effets des baisses d'impôts et de l'autre les efforts de compétitivité-prix en France. Globalement nous avons des perspectives de croissance sur les années qui viennent entre 2 et 2,5 %, à peine au niveau du potentiel.

Jean-Paul Fitoussi : 2,5 % c'est un *boom* ! Pourquoi l'OFCE ne s'était-il pas trompé ?

Xavier Timbeau : Comme tout le monde, nous avons été surpris par le T2. Mais si le chiffre du T2 est aussi fort, c'est parce qu'il est provisoire. La reprise, que nous avons annoncée, a commencé avant ce deuxième trimestre. La façon dont les comptes sont construits conduit à majorer le T2 pour rattraper le retard de mesure. Le diagnostic commun il y a un an était que les pertes de parts de marché devaient persister, parce que l'économie française souffrait d'un profond problème d'offre. En fait, nos pertes de parts de marché sont liées aux gains de parts de marché de l'Allemagne. Aujourd'hui, loin de continuer à se détériorer, la situation s'améliore. Voilà le premier mécanisme par lequel la reprise s'opère. Nous l'avions alors anticipé. De plus, le taux d'épargne des ménages a continué de baisser en 2006. La plupart des observateurs avaient alors anticipé que les baisses observées en 2005

devaient s'inverser en 2006, parce qu'il n'y avait pas d'explication satisfaisante à ces baisses. Là encore, nous avons une autre analyse, une explication de la baisse de l'épargne et au total un meilleur scénario pour 2006. L'année 2005 a engendré un pessimisme et un fatalisme dans lequel l'OFCE n'est pas tombé.

Éric Heyer: Les coûts salariaux unitaires français se dégradent par rapport à ceux de l'Allemagne mais s'améliorent par rapport à ceux des autres principaux pays européens. Les entreprises françaises ont également davantage compressé leurs marges à l'exportation. Résultat, on a une compétitivité quasi identique à celle de l'Allemagne et très supérieure à celles de l'Espagne et de l'Italie. Du coup, nous avons une vision du commerce extérieur plutôt moins pessimiste. Le rattrapage ne s'opère pas seulement sur l'année 2005, mais compense le retard accumulé depuis 2001. En 2007, ce rattrapage se poursuivra. Nos prévisions intègrent par ailleurs les mêmes contraintes que les vôtres. Cela ne se voit pas sur les moyennes annuelles (2,3 et 2,2 %), mais plutôt sur les glissements annuels, avec un ralentissement de 2,8 à 2 %.

Mathieu Kaiser: En parlant de rattrapage, j'évoquais le retard, plus long que d'habitude, de l'activité par rapport au redressement des indicateurs avancés en 2005, et non le retard de production pris par l'économie française depuis 2001 sur son potentiel, qui reste d'actualité.

Éric Heyer: Nous disposons d'un indicateur avancé qui indique bien le décalage entre les comptes et la réalité. Il prédit bien les chiffres définitifs, mais il faut attendre trois ans. En ce qui concerne les mouvements de stocks, Airbus ou les gros bateaux peuvent expliquer les chiffres exceptionnels.

Marion Cochard: Les mouvements de stocks sont en partie liés au retard de production des Airbus A 380. On a importé un grand nombre de pièces, ce qui rentre dans les comptes des importations, alors que les exportations n'ont pas encore eu lieu. Ces pièces ont donc été stockées et représentent des montants considérables: les stocks d'EADS s'élèvent à 25 milliards d'euros, ce qui représente 1,5 point de PIB, en augmentation de 20 milliards d'euros par rapport à l'année dernière.

Mathieu Kaiser: Vous remettez donc en cause toute l'analyse sur les problèmes structurels du commerce extérieur...

Éric Heyer: On remet en cause le discours selon lequel les pertes de marchés enregistrées depuis 2002 sont structurelles: d'une part, quatre années ne constituent pas une durée assez longue pour qualifier le phénomène de structurel, d'autant que les comptes sur cette période ne sont que provisoires et peuvent être considérablement révisés; d'autre part, ces pertes s'expliquent en grande partie par les variations de change et par la politique non coopérative menée outre-Rhin.

Jean-Paul Fitoussi : Comment expliquer la baisse du chômage, et va-t-elle se poursuivre? Est-ce que les déficits publics vont rester en deçà de 3 %?

Jean-Pierre Villetelle : On a des difficultés à réconcilier emploi-chômage-population active. Les révisions des chiffres de l'emploi sont allées dans le bon sens, ce qui corrobore le diagnostic sur la croissance et les rentrées fiscales. Mais elles sont actuellement insuffisantes pour expliquer la baisse du taux de chômage et on attend des données complémentaires. Sur la base du projet de loi de finance et du fait du dynamisme des rentrées fiscales, qui a révélé celui des assiettes fiscales, on peut penser que le déficit public est sur une trajectoire compatible avec un solde à moins de 3 % en 2007. Au-delà, les prévisions gouvernementales semblent assez optimistes.

Mathieu Kaiser : Concernant le chômage, plusieurs éléments sont à souligner.

D'abord, l'effet des radiations sur le taux chômage, très médiatisé, est en fait assez difficile à évaluer. En revanche, nous pensons que les chiffres d'emplois déjà fournis vont être révisés à la hausse à cause de l'emploi dans les PME et du développement des services à la personne, encore mal intégrés dans les comptes de INSEE. L'emploi aidé constitue un autre facteur de recul du chômage.

Mais surtout, il apparaît que la population active ralentit bien plus que prévu. L'INSEE tablait dans sa Note de conjoncture de juin sur 75 000 retraites anticipées en 2005 et 31 000 en 2006. Selon le rapport de la Commission des comptes de la Sécurité sociale publié en septembre, il y en a eu en réalité 100 400 en 2005, et 75 000 entre janvier et août 2006. L'écart cumulé entre ces observations et les prévisions de l'INSEE rend compte presque intégralement du défaut de bouclage de la population active observé jusqu'à présent, et surtout constitue la principale explication de la baisse du chômage depuis 2005.

La sous-estimation du nombre de départs en retraite anticipée s'est traduite également dans le déficit de la branche vieillesse du Régime général, qui devrait s'établir à 2,2 milliards d'euros en 2006 au lieu de 1,4 prévu dans le PLFSS 2006. En résumé, l'effet du dispositif de retraites anticipées a été positif sur le chômage, mais négatif sur les comptes sociaux.

Pour ce qui est du budget de l'État, nous sommes plus confiants que le gouvernement, y compris pour cette année. Le gros problème concerne les comptes sociaux, notamment pour la branche vieillesse, car les départs en retraite anticipée attendus pour l'année prochaine ont été encore une fois sous-estimés. Le déficit de la branche vieillesse risque d'ailleurs d'être pour la première fois supérieur à celui de la branche maladie. Le déficit des administrations publiques en part du PIB annoncé pour 2007 nous paraît donc réaliste, mais uniquement

■ LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

grâce au budget de l'État. En ce qui concerne la dette publique, la prévision du gouvernement d'une diminution à 63,6 % du PIB nous paraît difficile à atteindre, sauf en envisageant des recettes exceptionnelles qui n'auraient pas encore été annoncées (par exemple des privatisations).