



HAL
open science

Débat sur les prévisions

Michel Didier, Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Françoise Milewski, Olivier Passet, Anton Brender, Jean-Paul Fitoussi, Christian de Boissieu, Valerie Chauvin

► **To cite this version:**

Michel Didier, Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Françoise Milewski, Olivier Passet, et al.. Débat sur les prévisions. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 1997, pp.84 - 92. 10.3406/ofce.1997.1475 . hal-03458288

HAL Id: hal-03458288

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03458288>

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Participants au débat du 16 octobre 1997

Michel Didier : REXECODE (Centre de Recherches pour l'Expansion de l'Economie et le Développement des Entreprises)

Anton Brender : CPR (Compagnie Parisienne de Réescompte).

Jean-Paul Fitoussi, Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Françoise Milewski, Olivier Passet : OFCE

Anton Brender : Je suis, pour l'essentiel, en accord avec les prévisions concernant la France, en particulier sur la reprise de l'investissement. Il y a par contre deux divergences : l'une sur le cours du dollar, qui continue de monter dans la prévision de l'OFCE ¹ ; et l'autre sur le niveau des taux longs français, que j'entrevois proches de 6 % à l'horizon de la prévision, en tout cas supérieurs aux 5,5 % prévus par l'OFCE.

Plus précisément sur le dollar : la question majeure est celle de savoir ce que veulent les autorités internationales ; depuis un an en effet, elles ont une grande influence sur le marché des changes. Au-delà de l'analyse des fondamentaux, on doit donc tenter de comprendre l'objectif des autorités. Mon intuition est que l'Allemagne et les Etats-Unis n'ont pas l'intention de laisser le dollar s'apprécier. Celui-ci devrait donc se stabiliser ou décliner.

Jacky Fayolle : Dans notre démarche, nous ne nous contentons pas de faire des hypothèses : nous élaborons un scénario monétaire, fondé sur l'analyse des déterminants du dollar, du type de celle proposée par Williamson, intégrant des éléments comme la croissance potentielle et la solvabilité. Depuis deux à trois ans, ces méthodes se sont révélées efficaces : en particulier la prévision d'avril 1997, de remontée du dollar, s'est révélée juste ; d'où notre tendance à persister.

Actuellement, certains fondamentaux poussent le dollar à la hausse, en particulier la confiance dans la solvabilité américaine. Un problème apparaîtrait si les investisseurs et les Banques centrales n'avaient pas la même cible de long terme.

Philippe Sigogne : Une question supplémentaire apparaît si les fondamentaux diffèrent des objectifs des Banques centrales.

Anton Brender : Notre analyse des fondamentaux repose sur le cumul des balances courantes Allemagne / Etats-Unis et sur un écart de taux d'intérêt réel. Les Etats-Unis ont un déficit courant important, tandis que celui de l'Allemagne diminue. C'est pourquoi le plus probable nous semble être une relative stabilité du change \$ / DM ; le niveau d'août 1997 (on allait vers 2 DM pour 1 \$) était aberrant. L'accord de fait entre la FED et la Bundesbank s'est révélé efficace pour inverser la tendance. Y a-t-il, actuellement encore, un accord pour éviter l'appréciation ? J'aurais tendance à penser que oui, mais il faut toujours être très humble en matière de changes....

1. jusqu'à 1,90 DM pour 1 \$ en 1998.

Jean-Paul Fitoussi : 1998 a une dimension politique inédite, celle du passage à la monnaie unique européenne.

Anton Brender : Pour cette échéance, la Bundesbank aura justement à cœur de livrer un mark fort.

Jacky Fayolle : Ne mésestimons-nous pas la nature des anticipations sur les performances à long terme de l'économie américaine ?

Anton Brender : Les anticipations peuvent se retourner très vite : plus personne ne sait, ou ne dit, aujourd'hui que les Etats-Unis ont un déficit courant et une dette extérieure très importante.

Philippe Sigogne : La monnaie s'apprécie dans le pays qui a les meilleures perspectives d'activité ; or dans ce cas, il a — ou il crée — un déficit courant. Le point essentiel concerne donc la soutenabilité de la dette. Les Etats-Unis ont une croissance nominale supérieure à 5 %, leur déficit est de 2 % environ, donc leur dette extérieure peut se stabiliser en deçà de 40% du PNB ; elle peut donc être acceptée par les investisseurs étrangers. Un retournement interviendra quand l'inflexion conjoncturelle conduira à une croissance réelle inférieure à 2 %, c'est-à-dire en retrait du potentiel.

Michel Didier : Discutons de l'ensemble de la prévision, de sa logique économique et des points sur lesquels notre vision est différente. L'analyse de l'OFCE pose bien les problèmes ainsi que les espoirs et les incertitudes associés. Restent des écarts sur l'intensité de la croissance, et en amont, sur la nature du diagnostic. En Europe, la faiblesse de la croissance depuis 1990 est due à des erreurs de gestion macro-économique, à des événements qui ont dépassé la sphère économique (réunification allemande notamment) et à des obstacles persistants à une croissance auto-entretenu. On se rappelle que, même dans la deuxième partie des années quatre-vingt, lorsque l'impulsion extérieure due au contre-choc pétrolier a été massive, la croissance n'a pas duré très longtemps et elle a débouché sur une longue période de quasi-stagnation. A l'inverse de l'Europe, le reste du monde a fait moins d'erreurs : des politiques structurelles de dynamisation de l'offre ont été menées et ont renforcé les mécanismes incitatifs de la concurrence.

Actuellement, la croissance du reste du monde est plus rapide, d'où une forte impulsion extérieure pour l'Europe et la France. Mais la capacité de croissance interne reste encore limitée par les effets des erreurs passées, en particulier celle d'avoir laissé se créer des déficits publics importants. Malgré les efforts effectués, le niveau des déficits actuels n'est pas soutenable. Ils doivent donc être réduits. Or tout le monde est keynésien à très court terme. L'impulsion extérieure reste donc compensée par les freins budgétaires...

Jean-Paul Fitoussi : ... mais l'effort budgétaire va en diminuant...

Philippe Sigogne : ... l'effort a porté surtout sur 1996. Une partie de la réduction des déficits est désormais permise par la croissance.

Michel Didier : Si je poursuis mon raisonnement, je constate, certes, que certaines incertitudes s'éloignent (sur l'euro, sur la variabilité des taux d'intérêts), mais que des erreurs de gestion persistent dans deux domaines. D'une part il n'y a pas de vision claire de moyen terme en France, en particulier un schéma de baisse relative de la dépense publique rendant crédibles des allègements de charges collectives : les prélèvements sont régulièrement augmentés et la législation fiscale est sans cesse modifiée, sans qu'un avenir clair puisse être dégagé. Or l'instabilité fiscale est perturbatrice et incite à des comportements de prudence. En second lieu, il existe une incertitude nouvelle liée aux modalités et aux risques de la baisse de la durée du travail. D'où des réflexes de prudence qui risquent de s'accroître. Or, nos enquêtes montrent que l'incertitude est une cause importante de la faiblesse de l'investissement. L'OFCE dit que les comportements vont pouvoir se libérer en France. Nous sommes plus prudents à REXECODE ; notre prévision pour la croissance française est de 2,5 % en 1998, avec une possibilité de bonne surprise, mais aussi un risque d'affaissement conjoncturel en 1998.

Jean-Paul Fitoussi : Une croissance à 3,2 % en 1998, telle que nous le prévoyons, après 1 % en moyenne depuis plusieurs années, n'est pourtant ni très glorieuse ni très optimiste .

Anton Brender : Il faut distinguer les horizons structurel et conjoncturel. A la fin de 1994, la reprise en Europe s'est interrompue parce qu'un choc de change l'a cassée : ce choc a été la dépréciation du dollar vis-à-vis du DM au printemps 1995. Actuellement, une croissance de 3 % signifie que le cycle allemand revient au niveau atteint au moment où cette dépréciation du dollar a commencé. On a ainsi perdu deux ans. Les 3 % de croissance ne sont pas inatteignables, si on les remet dans cette perspective. En termes de mécanique conjoncturelle, il faut donc se rappeler la reprise avortée. Ensuite il faut s'interroger sur les freins structurels ; mais pourquoi d'un seul coup prendraient-ils une épaisseur de plus en plus grande ? Le problème est donc de savoir s'il existe actuellement des freins structurels tels qu'ils conduiraient à faire retomber la croissance.

Michel Didier : Le rebond peut-il se transformer en reprise ? La conjoncture actuelle montre aux Etats-Unis une modération de l'activité. Mais il est vrai que l'on a aux Etats Unis une alternance de bons indicateurs puis de résultats moins favorables. En France, il n'y a pas de signal de généralisation du rebond en dehors de l'industrie. La filière de la consommation (enquêtes auprès du commerce de détail et de gros, et même producteurs) s'interroge depuis la rentrée, après l'euphorie post-électorale traditionnelle : quelle sera l'ampleur des freins consécutifs à la hausse des prélèvements ? Il y a eu un bon printemps et un bon été, mais aucune accélération des achats n'est maintenant visible. Du côté

des entreprises, le mouvement des stocks a donné une impulsion à la production industrielle. La clé pour une reprise du PIB de 3 à 3,5 % réside dans le déblocage de l'investissement. Le problème était le même en 1994-95 : nous étions très en retrait par rapport aux autres pronostics sur l'investissement, et nous n'avons pas eu tort à cette époque. Le contexte est aujourd'hui meilleur de ce point de vue qu'en 1994-95, mais la situation n'est pas mûre pour que les entreprises lancent des projets majeurs. Si l'on résume la physionomie de la prévision pour la France, nous divergeons peu sur la consommation et l'exportation, mais nous divergeons sur l'investissement et donc la croissance. Nous divergeons aussi sur le dollar : notre prévision est de 1,70 DM pour 1 \$ en moyenne en 1998 (soit 5 F 75 pour 1 \$). Les banques centrales tentent de limiter ses oscillations entre 1,60 et 1,80 DM, mais ne parviennent pas toujours à le piloter. Il faut reconnaître aussi que l'incertitude sur les changes est très grande.

Jean-Paul Fitoussi : En résumé, vous pensez qu'il reste des obstacles significatifs à la croissance en France en matière de consommation et d'investissement, liés à deux incertitudes, l'une fiscale et l'autre sur la durée du travail. D'autre-part, vous reprenez un scénario différent d'évolution du dollar. Mais cela peut-il justifier un écart de prévision supérieur à 0,5 % de PIB en 1998 ?

Michel Didier : Cela justifie en effet l'écart entre la prévision de REXECODE (2,5 %) et celle de l'OFCE (3,2 %). Cet écart est en fait important car il reflète un mouvement très différent de la conjoncture en 1998.

Françoise Milewski : Nous sommes d'accord pour penser qu'il n'y a pas actuellement de généralisation de la reprise : en dehors de l'industrie, beaucoup de secteurs restent dans une situation défavorable et connaissent seulement une moindre dégradation. Nos différences tiennent aux mécanismes d'entraînement et aux éventuels obstacles qui empêcheraient de transformer le rebond en reprise. Précisons toutefois que, même si la croissance s'accélère en 1998, cela ne garantit pas une poursuite à moyen terme, compte tenu des interrogations sur la solidité du relais interne.

En 1998, les différences tiennent d'une part à l'impulsion externe et d'autre part à sa transmission. D'abord l'impulsion externe n'est pas d'ampleur équivalente dans nos deux prévisions. Quant à la transmission sur le plan interne, nous soulignons que la situation des entreprises s'améliore, du point de vue des carnets de commande et du point de vue de la situation financière, la levée des contraintes sur les taux de change atténuant la concurrence sur les parts de marché et les profits : ceci permet aux entreprises d'avoir un comportement de dépense plus expansif : dans les trimestres passés, les dépenses d'investissement ont été contenues et ont été compensées par un accroissement de la durée d'utilisation des équipements : aujourd'hui, le contexte plus assuré permet un rebond dans l'industrie, que nous avons prévu à 8-9 % : l'investissement est en effet moins inerte que les autres grandeurs : malgré

un tel rebond, le niveau resterait très en dessous du pic de 1990. Le taux d'investissement se redresserait un peu, mais on est encore très loin des niveaux passés ; même si l'utilisation plus rationnelle des équipements réduit relativement les masses dépensées, le retard actuel est manifeste.

Olivier Passet : A moyen terme, nous pouvons réfléchir à une autre chronique que celle que l'on a connue : déréglementation / endettement / désendettement. L'endettement a longtemps été un obstacle à l'investissement, mais ce n'est plus le cas actuellement.

Anton Brender : Notre analyse est proche de la vôtre ; mais au niveau des données observées, nous ne voyons pas de signe tangible de reprise. Pourtant, de tels signes sont observables en Allemagne, et les cycles de conjoncture sont habituellement en phase. On peut donc supposer qu'un mouvement similaire se produit actuellement en France, ou se produira, par symétrie.

Jacky Fayolle : Le problème est plus général. En Europe, l'investissement reste médiocre et montre une grande dispersion entre les petits pays et les grands pays. On peut avoir deux lectures de cette situation : soit que les petits pays précèdent les grands, soit que les obstacles structurels demeurent. Il existe par exemple des différences entre la France et l'Allemagne ; l'Allemagne, opérant actuellement des ajustements structurels que la France avait déjà réalisés dans le passé, développe davantage ses investissements de rationalisation ; la France n'a peut être pas lieu de le faire avec la même ampleur.

Philippe Sigogne : Les données conjoncturelles montrent que le redémarrage de l'investissement a déjà lieu : le jugement sur les capacités de production dans l'industrie est plus favorable, les carnets de commandes intérieures de biens d'équipement professionnels se regarnissent et le volume des ventes des grossistes en BEP s'élève. On peut en revanche difficilement conclure sur les importations, faute d'un partage volume / prix fiable.

Michel Didier : Les éléments factuels sont partagés ; l'investissement au deuxième trimestre 1997 est probablement sous-estimé par les Comptes Nationaux : il a dû, en réalité, augmenter et non stagner. Mais aux éléments positifs soulignés par Philippe Sigogne, on peut ajouter que les intentions de commande des grossistes en biens d'équipement se sont effritées à la dernière enquête. La tendance récente est certes positive dans l'ensemble, mais modeste.

L'industrie est mieux placée mais elle ne représente que 30 % du total de l'investissement. Et d'autres secteurs, comme la construction, sont encore en stagnation d'activité, d'où les incertitudes sur les intentions d'investir...

Philippe Sigogne : ... nous sommes d'accord sur les secteurs non industriels.

Michel Didier : A propos de la dette, de la profitabilité et de la croissance potentielle. En premier lieu la croissance ne s'accélère pas nécessairement parce qu'un pays est en dessous de son potentiel ! Encore faut-il que des mécanismes se mettent en place pour une croissance plus forte. Dans la situation actuelle, les enchaînements pourraient être les suivants : l'exportation continuera de tirer l'activité française, mais moins fortement qu'auparavant. La consommation accompagnera la reprise. Il faudrait donc que la reprise de l'investissement soit autonome, l'accélérateur ne s'exerçant que dans un second temps. Certes l'endettement pèse de moins en moins, mais la profitabilité (qui s'améliore mais reste modeste) continue d'exercer un effet négatif, relativement au reste du monde. D'où l'incertitude sur la probabilité d'une reprise autonome vigoureuse de la croissance de l'investissement.

Jacky Fayolle : L'investissement autonome peut être fondé sur un changement de configuration des parités de change, qui modifie la perception qu'ont les entreprises de la formation des prix et leurs anticipations de profitabilité. On sort d'une phase quasi-déflationniste, d'anticipation de baisse des prix. Actuellement, des perspectives plus assurées de prix de production permettent de meilleures anticipations de profitabilité. Nous donnons donc au facteur des taux de change, une certaine importance dans le déclenchement d'une reprise autonome.

Jean-Paul Fitoussi : Est-ce que le comportement d'investissement n'obéit pas davantage à des considérations de long terme plutôt qu'à des préoccupations conjoncturelles ? L'investissement s'est peut être adapté au contexte européen de la croissance lente. Les anticipations adaptatives sont en effet rationnelles après tout. L'investissement européen serait donc plus lent à reprendre qu'auparavant et qu'ailleurs. Une difficulté supplémentaire de cette prévision tient au fait que deux événements importants — la hausse des taux d'intérêt à court terme en Europe et le projet sur les 35 heures en France — ont été décidés après les prévisions ; quel est leur impact ? Dans quelle mesure ces deux événements doivent-ils modifier les prévisions ?

Anton Brender : Je reviens d'abord sur les problèmes d'attractivité relative et de localisation d'investissement ; si l'on analyse l'évolution depuis deux ans, on constate que la position de l'Europe ne s'est pas dégradée. En Allemagne par exemple, les entreprises qui sont ou qui veulent aller en Europe de l'Est se posent des problèmes d'arbitrage. Au vu des comparaisons productivité / qualification / salaires / coût de l'espace, il n'apparaît pas si absurde d'investir en Allemagne plutôt qu'en république Tchèque ou en Pologne. Actuellement il y a plutôt un rééquilibrage vers l'Europe de l'Ouest. Relativement à l'Asie du Sud-Est, nous sommes plutôt en voie d'amélioration que de détérioration.

Michel Didier : Dans les années récentes, il n'empêche que la répartition de l'investissement mondial a été défavorable à l'Europe.

Françoise Milewski : On décrit trop souvent une situation de concurrence entre investissements en France et investissements à l'étranger. Or en 1996, on observe pour la première fois une divergence entre la stagnation des investissements en France et la hausse des investissements à l'étranger, alors que les tendances étaient auparavant parallèles, à la hausse comme à la baisse. D'autre part, les pays dans lesquels les entreprises françaises investissent le plus en 1996 sont les Etats-Unis, la Belgique et l'Allemagne, et je ne crois pas qu'il y ait eu des écarts importants de compétitivité ou d'opportunité en notre défaveur avec ces pays là ! Les choix de localisation sont plus complexes ; la seule description d'entreprises françaises qui n'investiraient plus en France mais massivement à l'étranger est réductrice.

Jean-Paul Fitoussi : Cette analyse demande une meilleure information sur la rentabilité ; mais s'il y a écart en ce domaine, en notre défaveur, cet écart a dû se réduire. Une partie des différences de performances est due aux différences de croissance, l'investissement étant surtout expliqué par la croissance ; mais il s'agit alors d'un raisonnement circulaire.... En ce qui concerne les taux d'intérêt, l'OFCE avait bien prévu une hausse des taux à court terme, mais plus tardive, à partir du printemps 1998. Que peut-on dire des conséquences de cette hausse ?

Anton Brender : La hausse récente des taux d'intérêt à court terme n'annonce probablement pas un cycle de hausses dans un avenir proche. Elle n'aura donc qu'un impact limité. Par contre, comme je l'ai déjà dit, notre vision des taux à long terme en Europe diffère de celle de l'OFCE . Un écart d'un demi-point a cependant peu d'influence à l'horizon de 1998.

Michel Didier : D'accord pour dire que la hausse récente des taux à court terme n'est pas, au stade actuel, un problème macro-économique. En ce qui concerne les taux longs, les risques de hausse sont faibles : il n'y a pas d'inflation, la croissance est modérée — dans notre prévision du moins — il n'y a donc pas de tension sur les capacités de production ; les taux longs demeureront donc bas.

Anton Brender : A propos des 35 heures ; dans la mesure où les salaires restent à négocier, l'effet que l'on peut décrire pour le moment est faible. Sauf si des tensions se cristallisent et que cela conduise à une paralysie de l'investissement.

Michel Didier : Il faut distinguer les horizons et préciser les scénarios, voire les signaux implicites. On peut essayer d'imaginer ce qui pourrait influencer les comportements des acteurs, en particulier les 35 heures et les emplois-jeunes. En 1998, à court terme, si le chômage baissait du fait des emplois-jeunes, l'état de grâce actuel de la confiance des ménages pourrait se prolonger ; on pourrait ainsi avoir un soutien de la consommation et donc de la croissance. Quelle est la probabilité que cela survienne ? Même dans la prévision de l'OFCE, la baisse anticipée du chômage est faible ; le taux d'épargne ne peut donc pas baisser sensi-

blement. On peut même imaginer un accroissement du taux d'épargne après les prélèvements fiscaux sur l'épargne. A un peu plus long terme, l'effet des nouvelles dépenses budgétaires est de créer un coin, qui va entraîner des augmentations à venir de la dépense publique. Il faudra des prélèvements ou des économies, qui pèseront sur la croissance.

En ce qui concerne les 35 heures, subsistent beaucoup d'inconnues sur la façon dont le projet serait conduit, et de divergences sur l'impact à moyen terme.

Jean-Paul Fitoussi : Les salaires seront-ils modifiés et dans quel sens ?

Jacky Fayolle : Il y a un risque de report des hausses de salaire. Actuellement, la tendance est à l'accélération des revendications de hausse de salaire, en lien avec la reprise économique. L'attente des 35 heures peut conduire à un gel de ces augmentations, avant les futures négociations sur l'emploi et les salaires.

Michel Didier : Les incertitudes sur l'enchaînement temporel, le niveau des aides incitatives, la façon de les financer et les modalités de la compensation salariale participent à l'incertitude générale de l'économie.

Anton Brender : Mais on pourrait à l'inverse escompter que cela soit un facteur déclenchant d'investissements de modernisation !

Michel Didier : Les entreprises ont plutôt un profil bas à l'heure actuelle et toute surcharge du coût du travail mettra en péril les entreprises ou les établissements les moins productifs, en limite de rentabilité, qui disparaîtront.

Jean-Paul Fitoussi : Ce profil bas n'est pas durable. Si le marché repartait, et il repart, les entreprises redeviendraient optimistes. D'autant qu'il y a une moindre restriction budgétaire en 1998.

Philippe Sigogne : Dans la logique des anticipations, si l'on voulait donner un contenu non keynésien à l'effet de la réduction des dépenses publiques ou des déficits publics, l'on dirait que les moments les plus difficiles à passer sont ceux où les gens sont persuadés que l'on va s'attaquer sérieusement aux déficits, mais que cela n'est pas encore arrivé. Par contre, à partir du moment où le gros de l'effort est passé et que l'on voit le bout du tunnel, les comportements d'épargne peuvent être infléchis, même si l'on continue de souffrir. C'est ce que l'on a vu dans certains petits pays européens. Si les gens entrevoient que les restrictions seront moins importantes que dans le passé, et si par ailleurs l'environnement monétaire est beaucoup plus favorable qu'auparavant, alors les conditions sont réunies pour une baisse du taux d'épargne et une reprise de l'investissement.

Anton Brender : Les mouvements récents du taux d'épargne sont ceux du taux d'épargne financière. Et l'évolution de ce dernier s'explique moins par celle des comportements de placement que d'endettement. Or actuel-

lement, les encours de crédits aux ménages se redressent. On pourrait donc envisager que le taux d'épargne des ménages baisse, même si personne n'ose aujourd'hui l'inscrire en prévision.

Jacky Fayolle : En 1998, l'union monétaire pèse plus lourd que la durée du travail ; si la médiation de l'extérieur se produit bien et si la reprise intervient, des comportements nationaux, comme la baisse des taux d'épargne en Europe, prendront le relais. Cela n'est pas joué et dépend des conditions de mise en place de l'union monétaire.

Jean-Paul Fitoussi : Quel lien existe-t-il entre la croissance à moyen terme et les capacités de production ? En Europe, y a-t-il un obstacle potentiel du côté de tensions sur les capacités ? Pourquoi aux Etats-Unis, malgré la croissance durable, les tensions ne sont pas apparues ?

Anton Brender : Aux Etats-Unis, l'absence de tensions s'explique par le coup de frein à la croissance survenu en 1994, alors que les capacités s'éten-
daient grâce aux investissements réalisés ; ainsi, les Etats-Unis ont failli, mais seulement failli, buter sur des tensions. En Europe, ces tensions sont pour l'instant très faibles !

Michel Didier : Se demander aujourd'hui si en Europe on va buter sur des tensions de capacité et sur l'inflation est un peu hors du champ de vision. La croissance escomptée reste modérée. En admettant même que la croissance soit plus forte, les tensions sont peu probables car il existe des marges : la notion de capacité est élastique, la productivité apparente du capital s'est inversée. Il y a donc peu de risque de buter sur les capacités, à échéance prochaine, et pas de risque d'inflation. La caractéristique historique majeure des années quatre-vingt-dix est la disparition quasi-générale de l'inflation. C'est à mon sens une situation durable en raison de la très forte concurrence, présente pour la première fois depuis très longtemps dans le monde entier. Notre problème n'est pas l'inflation, c'est d'être bon dans la concurrence générale. C'est dans cette perspective, et elle seule, que notre stratégie macro-économique doit être située.