



HAL
open science

Débat sur les perspectives à court terme du 3 avril 2002

Pascal Blanqué, Gilbert Cette, Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Odile Chagny, Eric Heyer, Xavier Timbeau

► To cite this version:

Pascal Blanqué, Gilbert Cette, Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Odile Chagny, et al.. Débat sur les perspectives à court terme du 3 avril 2002. Revue de l'OFCE, 2002, 81, pp.191 - 203. 10.3917/reof.081.0191 . hal-03458602

HAL Id: hal-03458602

<https://sciencespo.hal.science/hal-03458602>

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.

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES

Jean-Paul Fitoussi

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.

Participants au débat sur les perspectives à court terme du 3 avril 2002

Pascal Blanqué : *Crédit Agricole*

Gilbert Cette : *Université d'Aix-Marseille II*

**Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Odile Chagny,
Éric Heyer, Xavier Timbeau** : *OFCE*

Le cycle mondial, les États-Unis et l'Europe

Pascal Blanqué : Deux remarques, sous forme d'interrogations, peuvent être formulées pour caractériser le cycle mondial actuel. Tout d'abord, il est difficile de caractériser ce qui s'est passé et donc à en penser les prolongements. L'inflexion mondiale a eu une allure classique de ralentissement de l'industrie et des échanges. Mais elle a eu aussi un aspect atypique, en particulier aux États-Unis : la dynamique des revenus disponibles et des prix de l'immobilier est demeurée intacte ; mais il y a eu une crise de surinvestissement et de surendettement des entreprises, choc d'offre issu de ce qui ressemble à une bulle de crédit. D'où les ambiguïtés de ce début d'année : le rebond global du cycle industriel et des échanges est incontestable ; les ménages américains ont des allures de fin de cycle dans une économie qui semble renaître ; la question de la bulle de crédit, et de son issue, reste ouverte.

La seconde interrogation peut se formuler comme l'existence d'une tension entre une tentation de la croissance et la mémoire des déséquilibres. Les signes de reprise sont clairs aux États-Unis et ailleurs, grâce aux effets positifs d'un triple contre-choc monétaire, budgétaire et pétrolier. Mais la mémoire des déséquilibres américains, à juste titre rappelés dans le texte de l'OFCE, continue de peser ; certains déséquilibres ne sont pas totalement purgés (surcapacités), d'autres sont intacts ou augmentés (la situation financière des ménages), l'ensemble se concrétisant dans le déficit de la balance des paiements courants et les valorisations boursières. Il faut y ajouter les séquelles de trois crises majeures de surinvestissement : celles du Japon en 1989 et 1997, et celle des États-Unis en 2000. Trois miracles, trois bulles, trois krachs, qui constituent des limites à la reprise à venir.

Le scénario présenté opte plutôt pour la tentation de la croissance, en particulier pour 2003. Mais avec des limites : l'aspect technique de la reprise liée à un moindre déstockage, le risque d'une dégradation supplémentaire du marché du travail (mais il est peu probable, car le pire semble passé), et surtout la difficulté pour l'investissement de soutenir la reprise américaine du fait de taux d'utilisation des capacités déprimés.

Mais les excès non corrigés de la fin des années 1990 n'empêchent pas la reprise. Une reprise plus franche de la croissance, et même un spasme cyclique, est possible malgré les déséquilibres. Une accélération de la croissance américaine est donc envisageable. Mais c'est par ses effets mêmes — remontée des taux directeurs et éventuellement peur obligataire — qu'une rechute rapide pourrait survenir. On pourrait donc être surpris par l'ampleur de la croissance de 2002 ; mais la hausse des taux d'intérêt à la jonction de 2002 et 2003, dans le contexte des déséquilibres persistants, pourrait provoquer un tassement, voire une récession en 2003. Ce scénario n'est pas envisagé par l'OFCE, qui prévoit une accélération en 2003, prolongeant celle de 2002.

À l'inverse des États-Unis où il y a des déséquilibres mais des marges de manœuvre, l'Europe se caractérise par de moindres déséquilibres, mais aussi de moindres ressorts. Je partage le point de vue de l'OFCE sur ce point.

Le risque majeur de la prévision reste celui d'une surréaction des marchés financiers, soit par le retour prématuré à l'euphorie boursière, soit par la surréaction des marchés de taux, ou les deux, tout étant une question de séquences : la capacité d'absorption d'une hausse des taux par l'économie américaine est en effet problématique. La question centrale est donc de savoir comment s'effectuera la résolution des déséquilibres concernant la situation financière des ménages et des entreprises d'une part, des valorisations boursières d'autre part. Les scénarios de prévision les mettent à l'écart, en espérant une résorption lente dans le temps.

Gilbert Cette : Dans une période de retournement conjoncturel comme celle que nous connaissons, les incertitudes sont particulièrement fortes.

Pour évoquer les perspectives de croissance, il est utile de revenir sur les raisons du ralentissement. Trois types de raisons ont joué simultanément. Premièrement, un choc inflationniste violent, par la hausse du prix du pétrole de février 1999 à septembre 2000 et, plus spécifiquement pour les pays européens, par la baisse de l'euro en 1999-2000 et la hausse des prix alimentaires liée aux conditions climatiques et aux maladies animales en 2001 ; ce choc a provoqué une perte de revenu des agents. Deuxièmement, un choc financier, par

l'éclatement de la bulle financière en 2000, qui a induit des pertes de richesse pour les agents, même si ces pertes ont été atténuées, aux États-Unis surtout, par la hausse des prix immobiliers. Troisièmement, un choc de surinvestissement en TIC aux États-Unis et dans la zone euro entre 1995 et 2000, peut-être en partie alimenté par les craintes associées au *bug* du passage à l'an 2000, d'où une correction de la demande des entreprises à la fin de 2000.

De façon usuelle, la composante la plus volatile de la demande, les variations de stocks, s'est violemment retournée. Ce retournement s'est ensuite propagé à l'investissement, puis à la consommation qui s'est ralentie. La croissance s'est ainsi tassée au second semestre 2000, passant d'un rythme trimestriel d'environ 1 % à 0,5 % en Europe, et de 1,5 % à 0,3-0,4 % aux États-Unis, puis à nouveau au second trimestre 2001 d'environ 0,5 % par trimestre dans les deux zones.

Parmi ces différentes causes, lesquelles sont derrière nous et lesquelles sont encore présentes ? Du côté de l'inflation, la baisse de l'euro et les raisons de l'accélération des prix alimentaires sont derrière nous (concernant l'euro, l'OFCE prévoit même une appréciation), mais il reste l'hypothèque d'une nouvelle flambée du prix du pétrole si la reprise de l'OCDE se confirme. Le choc financier est en bonne partie derrière nous, mais le risque de surréaction signalé par Pascal Blanqué demeure. Enfin, la correction du surinvestissement n'est probablement pas achevée, mais ce surinvestissement, concernant surtout la composante en TIC et donc en produits à durée de vie courte, ne devrait pas être durable. Il reste donc de fortes incertitudes. À l'horizon très proche du second semestre 2002, les risques sont plutôt à la hausse, par un ajustement technique des stocks plus prononcé que celui supposé prudemment dans la prévision. En revanche, à l'horizon de la fin 2002 et de 2003, les risques sont plutôt à la baisse, car le calendrier de la reprise de l'investissement est incertain (la reprise pouvant être plus tardive), et parce que des effets de richesse et de revenu pourront continuer de peser sur la consommation.

Xavier Timbeau : La tension entre la tentation de la croissance et la mémoire des déséquilibres, évoquée par Pascal Blanqué, est effective. Mais nous ne chiffrons pas de scénario alternatif. Nous choisissons celui d'une résolution progressive des déséquilibres structurels américains. L'écart recréé entre un PER de long terme et un PER courant peut s'interpréter soit comme le redémarrage de la spéculation, soit comme la reproduction du miracle de la croissance américaine qui s'appuie sur une Bourse exubérante et un financement facile pour les entreprises. On peut être surpris par le manque de profondeur de la crise américaine. Grâce à la réactivité de la politique monétaire, on reste en équilibre sur des déséquilibres.

Nous sommes en revanche plus pessimistes sur l'Europe, car elle est handicapée d'une part par un corpus dogmatique sur les politiques structurelles de concurrence (notamment en manière de commerce international, alors que les États-Unis sont, eux, plus pragmatiques), d'autre part parce qu'elle mène des politiques budgétaires et monétaires peu lisibles. L'Europe a moins de déséquilibres, mais plus d'incapacité à les gérer. Se crée ainsi une polarité États-Unis/Europe : aux États-Unis, la catastrophe ne s'est pas produite malgré les chocs, et la capacité à rebondir est étonnante ; en Europe, la croissance demeure inférieure à son potentiel et le chômage baisse peu.

Hélène Baudchon : Effectivement, un spasme de croissance est possible aux États-Unis ; mais nous avons retenu un scénario plus lisse car la politique monétaire ne peut élever rapidement les taux pour ne pas casser le crédit. La croissance que nous prévoyons en 2003 n'est pas forte, au sens où elle demeure inférieure au potentiel.

Pascal Blanqué : On peut explorer les limites d'un tel scénario. D'abord, on peut avoir des doutes sur un tassement « naturel » de la consommation tant que le revenu est bien orienté, que les pressions sur le marché du travail s'allègent, que le crédit est quasiment donné aux ménages et que la richesse immobilière des ménages est intacte ; mais cela accroîtra les déséquilibres. Ensuite, la reprise de l'investissement est certes fragile car les taux d'utilisation sont faibles, mais les entreprises peuvent commettre à nouveau l'erreur de la fin 1999 et du début de 2000, en anticipant une demande trop forte ; surinvestissement et investissement mal orienté ont résulté d'un coût du capital trop bas. La hausse des taux d'intérêt a ainsi conduit à la crise, en départageant les projets rentables des projets non rentables. Les mêmes causes pouvant produire les mêmes effets, on peut craindre les effets, en 2003, de la hausse probable des taux d'intérêts. Une hausse des charges d'intérêts pour les entreprises, un repli du crédit à la consommation et des tensions sur le marché obligataire en résulteraient. Or les taux peuvent difficilement demeurer à 1,75 % quand la croissance hors stocks se situe aux alentours de 3-4 % et que la hausse du crédit à la consommation est de 7 à 10 %. Que se passera-t-il quand on débranchera la perfusion monétaire actuelle ? Le pilotage par la Fed de ce qui n'est pourtant qu'un retour à la normale des conditions monétaires sera délicat.

Hélène Baudchon : Dans notre scénario, les taux remontent peu et la politique monétaire reste très expansionniste. Notre scénario est donc cohérent.

Pascal Blanqué : Au-delà des taux des fonds publics, il demeure des tensions sur les *spreads* des crédits aux entreprises : les primes de risque sont encore élevées. Il y a certes une légère décompression sur les meilleures signatures, mais celles-ci concernent de moins en

moins d'entreprises. Du point de vue des conditions monétaires, seul le taux directeur est expansionniste ; le dollar reste élevé et les *spreads* de crédits se sont accrus...

Hélène Baudchon : ... mais les taux longs hypothécaires ont baissé et favorisé la croissance...

Pascal Blanqué : ... surtout en 2000. Ce qu'a dit Xavier Timbeau sur le cercle vertueux américain, associant captation de l'épargne non résidente, crédit et demande internes vigoureuses, et actifs boursiers soutenus, est vrai. Tout semble se remettre en place actuellement : le déficit courant, quasiment intact en sortie de récession, est largement couvert par des entrées de capitaux, mais plutôt des investissements de portefeuille que des investissements directs. Tout se passe comme si l'augmentation des primes de risques à l'émission sur les marchés obligataires privés suffisait pour que ce papier soit absorbé par les non résidents, sans ajustement des taux de change. Mais le financement du déficit courant est plus fragile que quand il s'agissait d'investissements directs.

Jean-Paul Fitoussi : Les crises de surinvestissement se suivent mais ne se ressemblent pas : il n'y a rien de commun entre celle des États-Unis et celle du Japon. Celle des États-Unis, portant sur des actifs à cycle de vie court, peut être purgée plus rapidement, et la politique monétaire peut jouer un rôle essentiel. Le lien avec les chocs financiers en devient évident. On voit bien ce qui peut se passer du fait de l'obsolescence rapide des investissements en TIC : les entreprises vont être à nouveau sollicitées et leur valorisation peut à nouveau augmenter. Compte tenu de la structure de l'investissement dans nos économies, les crises financières vont donc se succéder, mais être de durée de plus en plus courte. La mémoire des déséquilibres est probable, mais de plus en plus courte.

Pascal Blanqué : Les cycles de reprise globale seront aussi de plus en plus courts, car ils s'inscrivent sur des déséquilibres qui s'additionnent. Ceux-ci demeurent au Japon et dans l'Asie hors Japon ; aux États-Unis, l'activisme monétaire et budgétaire les masque. Les bases saines qui font les croissances durables manquent. Des répit, rémissions ou sursauts sont obtenus, qui, par leurs propres effets (remontée des taux d'intérêts ou du prix des matières premières, entre autres), produisent des rechutes de plus en plus rapides.

Jean-Paul Fitoussi : Les déséquilibres américains sont-ils masqués ou sont-ils dans la nature des choses ? La durée de la crise de surinvestissement va-t-elle excéder la durée de vie d'un ordinateur ou d'un logiciel ? D'autre part, il est vrai qu'il y a une grande différence entre l'Europe où un choc de prix est d'abord considéré comme inflationniste, et les États-Unis où il est d'abord considéré comme un choc affectant le revenu des ménages. Les différences de gestion monétaire sont donc

importantes, en raison des effets de second rang que craint en permanence la BCE.

Gilbert Cette : À moyen terme, le risque que fait peser le déséquilibre extérieur américain est considérable. Comment se résoudra-t-il, et quand ? Il est frappant de remarquer que dans la phase de ralentissement récente, aucun rééquilibrage ne s'est réalisé. Cela s'explique bien sûr par la simultanéité du ralentissement dans toutes les zones industrialisées. Il est utile d'évoquer également les conséquences des attentats du 11 septembre, dont la gravité humaine et politique considérable est associée à des conséquences économiques finalement réduites. La crainte que le comportement des ménages en soit affecté, via une dégradation du climat de confiance, ne s'est pas concrétisée.

Sur un horizon plus long qui est celui de la prévision, une autre incertitude importante demeure, concernant la croissance potentielle et les gains de productivité structurels. Répondre à cette interrogation est essentiel pour estimer la croissance à la fin de 2003 et en 2004. Les estimations de ces gains structurels de productivité vont, pour l'économie américaine, de 2 à 3,5 % ; l'éventail est donc très large.

En Europe et en France, les incertitudes sont plus faibles et le « risque » est plutôt favorable : les gains de productivité pourraient être plus soutenus que ce que les prévisionnistes inscrivent dans leurs projections. En effet, plusieurs facteurs peuvent additionner leurs effets : tout d'abord, les gains de productivité s'accroissent quand on sort du ralentissement ; de plus, en France, on a épuisé les effets des allègements de charges sociales et des 35 heures ; enfin, dans la zone euro, la diffusion des TIC a été bridée par la dépréciation de l'euro, qui a fait perdre en partie le bénéfice des baisses de prix de ces produits ; l'effet bénéfique est maintenant devant nous : la baisse des prix des composants électroniques sera favorable à la croissance.

Les politiques économiques

Gilbert Cette : La politique monétaire est accommodante, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Concernant la zone euro, soulignons d'ailleurs que même l'OFCE juge la politique monétaire accommodante ! Dans la zone euro toujours, les conditions monétaires sont encore plus accommodantes grâce à la parité euro/dollar. La question d'une orientation du *policy mix* plus favorable à la reprise concerne donc essentiellement le domaine budgétaire. Mais ici, commençons par remarquer que les politiques budgétaires ont été récemment procycliques, avec une impulsion positive en période de croissance forte,

comme cela s'était déjà produit à la fin des années 1980 et au début des années 1990 en Europe. Ainsi, dans cette période de forte croissance des années récentes, on a à nouveau engagé de façon structurelle (par exemple la baisse des impôts) des améliorations de finances publiques qui se révèlent maintenant en bonne partie conjoncturelles.

Jean-Paul Fitoussi : Sont-elles pro- ou contra-cycliques ? Les mesures ont été prises en 2000 mais se sont appliquées en 2001. On peut donc les considérer comme contra-cycliques...

Gilbert Cette : ... d'après le chiffrage même de l'OFCE, elles ont joué dès 2000. On connaît donc actuellement des difficultés résultant de ce qui a été fait les années précédentes. Le libre jeu des stabilisateurs automatiques est en partie bridé par le fait que la politique budgétaire a déjà été fortement pro-cyclique dans la période de croissance. Les leçons de la fin des années 1980 n'ont ainsi pas été tirées.

Jean-Paul Fitoussi : Je suis en désaccord avec cette analyse. De 1995 à 1997, les politiques budgétaires ont été pro-cycliques, conduisant à une augmentation artificielle des taux de prélèvements ; celle-ci devait être corrigée, quelles que soient les conditions de croissance. Les dernières impulsions budgétaires, alors qu'elles auraient pu être pro-cycliques, ont été pour l'essentiel contra-cycliques : elles ont, en effet, été adoptées en 2000, mais n'ont joué que partiellement en 2000, et ont exercé leur plein effet en 2001, par chance, du fait des délais de mise en œuvre des politiques budgétaires. De plus, on peut penser que le ralentissement ne date pas du début de 2001, mais de l'été 2000.

L'une des dispositions du Pacte de stabilité, à savoir l'équilibre prévu pour 2004, est problématique car elle conduirait, si elle était prise au sérieux, l'Europe à mener dans les trois ans qui viennent des politiques budgétaires restrictives, donc pro-cycliques, alors qu'elles devraient être contra-cycliques.

Hélène Baudchon : La politique budgétaire de Bush est expansive, après plusieurs années de restriction. La situation est donc différente de celle de l'Europe.

Pascal Blanqué : Les marges de manœuvre du *policy mix* se sont amenuisées dans les principales zones de l'OCDE. Au Japon, le *policy mix* est quasiment hors jeu. Aux États-Unis, la politique monétaire est allée jusqu'au bout de ce qu'elle peut faire. En Europe, la politique monétaire comme les politiques budgétaires sont sous contrainte de crédibilité. Ainsi, l'absence de marges de réaction des politiques économiques pose problème pour les prochaines années, en cas d'inflexion conjoncturelle marquée.

Les conditions monétaires sont certes accommodantes des deux côtés de l'Atlantique. Mais le niveau du dollar n'est pas accommodant

pour les États-Unis, et, partout, les primes de risques sur les crédits sont élevées ; cela pèse davantage aux États-Unis qu'en Europe, parce que les entreprises se financent davantage auprès des banques et que celles-ci freinent leurs crédits aux entreprises tandis qu'elles les développent pour les ménages.

Je ne suis pas persuadé que les politiques économiques européennes n'aient pas été assez réactives : il y a eu, peut-être, une erreur d'appréciation sur l'ampleur de l'inflexion conjoncturelle mondiale, mais au vu de la dynamique de crédit dans des pays comme la France, l'Espagne ou la Grèce, on ne peut pas dire que la politique monétaire ait été contraignante. L'enjeu de crédibilité reste celui de l'articulation entre les politiques budgétaires et la politique monétaire. À cause du risque de raidissement de la BCE lié à ce qu'elle peut percevoir comme des politiques budgétaires trop accommodantes, il sera difficile pour les politiques budgétaires de faire autre chose qu'engranger des provisions quand le cycle est porteur, pour pouvoir ensuite les utiliser en cas de retournement.

Gilbert Cette : La difficulté d'orientation du *policy mix* réside moins dans la coordination des orientations monétaires et budgétaires que dans la coordination des politiques budgétaires entre elles. L'expérience récente montre que, dans chaque pays européen, en cas de conflit entre les objectifs internes et les engagements externes, les objectifs internes l'emportent toujours, en pratique.

Jean-Paul Fitoussi : La grande difficulté est bien celle de la coordination des politiques budgétaires. Les programmes budgétaires présentés par les gouvernements impliquent une réduction de la dispersion des déficits ; or les croissances économiques diffèrent et cette dispersion devrait normalement s'accroître, si on laissait jouer les stabilisateurs automatiques.

Le partage salaires/profits et l'inflation

Gilbert Cette : Le texte de l'OFCE évoque le lien entre le risque inflationniste, le dérapage des coûts salariaux unitaires et le partage salaires/profits. Mais le risque n'est peut-être pas aussi simple à analyser : le dérapage de coûts salariaux peut être modéré, sinon totalement contrebalancé, par l'accélération de la productivité. De plus, on doit se demander quel est le bon niveau de taux de marge, quel est le partage optimal salaires/profits. On constate que la baisse des taux d'intérêt réels des dernières années ne s'est pas accompagnée d'une baisse des taux de marge, alors que cela aurait dû être le cas.

Il y a donc une certaine réserve. La baisse des taux d'utilisation des capacités de production est un élément supplémentaire pour penser que les taux de marge pourraient baisser sans que cela soit inquiétant concernant la situation financière des entreprises.

Les alarmes ne sont donc pas nécessairement fortes, et elles le sont d'autant moins que la demande d'investissement des entreprises n'est pas bridée par des difficultés financières, ni du côté des profits, de l'endettement ou des taux d'intérêt. Ce sont les contraintes de débouchés qui, principalement, brident cette demande. Il faut donc relativiser le risque inflationniste interne ainsi que le risque d'une modification du partage salaires/profits. Enfin, rappelons que le potentiel d'appréciation de l'euro est une réserve de désinflation.

Eric Heyer : Les risques inflationnistes sont mentionnés dans notre analyse, mais ne sont pas pris en compte dans la prévision ; ils sont atténués par le chômage élevé, en France par exemple.

L'investissement est, bien sûr, limité par les débouchés, mais la situation financière actuelle est différente de celle de 1997 : les entreprises mentionnent des difficultés de trésorerie et de liquidité. Une reprise franche n'est donc pas possible, et elle sera décalée dans le temps.

Pascal Blanqué : La situation financière des entreprises est effectivement moins bonne qu'elle ne l'était à la sortie de la crise des pays émergents, même s'il n'y a pas lieu de s'en inquiéter exagérément.

Xavier Timbeau : En Europe, il est difficile de comprendre pourquoi les profits n'ont pas baissé avec la baisse des taux d'intérêt réels ; c'est probablement parce que l'endettement des entreprises a augmenté : le haut du bilan des entreprises est beaucoup moins favorable qu'auparavant, et le coût du financement des entreprises s'est accru en proportion de la valeur ajoutée. Par conséquent, attendre un effet désinflationniste de la baisse des profits me paraît trop optimiste. Les entreprises ne pourront pas à la fois continuer à investir, continuer à payer l'endettement qui s'est accru, et baisser leurs marges. Par ailleurs, la pression des salaires a été modérée en Europe dans le passé, mais on peut connaître des tensions dans certains pays où le taux de chômage a beaucoup baissé. Les entreprises seront donc tentées d'élever leurs prix.

Gilbert Cette : Ce qui a maintenu les taux de marge à des niveaux élevés, malgré la baisse des taux d'intérêt réels à long terme, c'est principalement la montée des taux d'utilisation des capacités. Les estimations économétriques sont assez conclusives sur ce point. Les taux d'utilisation sont restés élevés dans la zone euro et en France jusqu'à la fin de l'année 2000.

Odile Chagny : C'est vrai pour 2000, mais pas pour 2001.

Pascal Blanqué : Avoir abordé le ralentissement économique avec des taux d'utilisation des capacités élevés, qui ont pu jouer en quelque sorte le rôle d'amortisseur, est un facteur positif pour le scénario d'investissement en Europe.

Jean-Paul Fitoussi : Il y a un facteur particulier sur lequel on ne peut pas se prononcer sans faire appel à la théorie microéconomique des marchés, c'est d'estimer l'effet du passage à l'euro sur les comportements de marge des entreprises. Le changement simultané de la liste des prix par toutes les entreprises est un choc spécifique.

Gilbert Cette : Le passage à l'euro pouvait surtout présenter des risques, non avérés, du côté de la demande des ménages, par perte de repères dans les prix relatifs...

Jean-Paul Fitoussi : ... les deux effets jouent : sur un marché de clientèle, les entreprises vont augmenter leurs marges.

Gilbert Cette : Soulignons que la simultanéité entre l'accélération de l'inflation en janvier 2002 et le passage à l'euro fiduciaire est accidentelle : l'effet inflationniste du passage à l'euro paraît marginal, et l'accélération de l'inflation est due à la fiscalité et à des effets de base.

Pascal Blanqué : L'inflation des biens et services n'est pas un problème aujourd'hui ; il existerait même plutôt des pressions de nature déflationniste. Le risque se situe davantage du côté de l'inflation du prix des actifs financiers.

Les années 1970 se caractérisaient par le triptyque : dette publique et sa monétisation / inflation des biens et services / part élevée des salaires dans la valeur ajoutée. Aujourd'hui, on se situe dans un régime caractérisé par la combinaison : dette privée / inflation du prix des actifs financiers / part plutôt élevée des profits dans la valeur ajoutée. Un choix en faveur d'une « certaine » stabilité des prix s'exprime. L'inflation reste, à mon sens, un phénomène différentiel (certains prix montent plus que d'autres) et monétaire. En contrepartie de la faible inflation de la sphère réelle, on a une volatilité financière plus élevée et des crises, même si elles sont de courte durée. Les cycles économiques seront donc peut-être plus courts.

La France

Pascal Blanqué : Nous avons, au Crédit Agricole, le même scénario que celui de l'OFCE. Mais le déterminant essentiel en 2003 est l'évolution américaine.

Gilbert Cette : La France, comparée à la moyenne de la zone euro, bénéficie d'une dynamique des coûts salariaux unitaires favorable (c'est-à-dire plus ralentie), jusqu'aux derniers chiffres connus sur 2001. Ainsi, la sortie des accords de modération salariale associés aux 35 heures ne se révèle pas menaçante en termes de risque inflationniste. La France continue d'engranger des gains de compétitivité induits par une dynamique des coûts salariaux unitaires plus faible qu'en Europe, alors même que des politiques de l'emploi massives comme les 35 heures ou les allègements de charges ralentissent les gains de productivité par tête.

Une interrogation demeure concernant l'évolution de l'emploi dans la zone euro, dans le passé récent et donc, par contrecoup, dans le futur proche : les banques et la grande distribution ont fortement embauché pour le passage à l'euro, pour des durées de 4 à 5 mois...

Xavier Timbeau : ... mais il s'agit d'évolutions brutes et non pas nettes : on ignore quelles ont été les économies d'emploi ou de dépenses commerciales faites par ailleurs ; il ne faut donc pas surestimer ces dépenses...

Gilbert Cette : ... bien sûr les incertitudes sont fortes, mais il faut tenir compte du fait que les évolutions de l'emploi au début de 2002 risquent d'être atypiques au regard de l'activité.

Eric Heyer : La hausse de l'intérim depuis novembre 2001 n'est pas une caractéristique de l'emploi en général : nous considérons que le marché du travail se dégrade au premier semestre 2002.

En ce qui concerne l'effet des 35 heures, les entreprises « à risques » ont signé au tout dernier moment les accords 35 heures ; l'effet sur les coûts va donc se manifester maintenant.

Gilbert Cette : Le risque inflationniste majeur des 35 heures concerne non pas la sortie des accords, mais la gestion du SMIC à l'horizon 2005.

Pascal Blanqué : En ce qui concerne les entreprises, le risque s'est accru au troisième trimestre 2001, surtout pour les PME soustraitantes des grands secteurs industriels exportateurs ; mais des signes d'amélioration se manifestent au début de 2002. Du côté des ménages, on constate d'une part une accélération du crédit au début de 2002, surtout pour le crédit à la consommation car le crédit à l'habitat se tasse ; d'autre part, en ce qui concerne la collecte, on a assisté en 2001 à la revanche des produits de taux, avec une préférence pour l'épargne liquide au détriment des placements en actions (sauf ceux qui sont défiscalisés). 2002 devrait voir revenir progressivement les tendances lourdes de l'épargne française : souci de constitution d'une épargne longue de précaution (à des fins de retraite notamment), appétit pour le risque plus marqué. Le tout favorise les supports

offrant un profil risque/retour sur investissement plus agressif (OPCVM-actions, assurance-vie). Les premiers signes de ce retour de tendance sont perceptibles en début d'année.

Gilbert Cette : Les enquêtes financières de la Banque de France montrent que la demande des ménages se contracterait un peu pour le crédit à la consommation, mais très fortement pour les investissements en logements ; en revanche, la demande des entreprises ne baisserait pas : en effet, si le crédit d'investissement se replie, celui de trésorerie progresse. La demande globale de crédits ne s'est donc pas sensiblement ralentie, mais sa composition s'est modifiée.

Pascal Blanqué : Le tassement de l'investissement en logements tient au maintien de prix élevés et à un pouvoir d'achat immobilier des ménages désormais plus contraint, que ne suffisent pas à compenser des taux d'intérêts encore plutôt bas. Le nombre de transactions commence à diminuer, même s'il reste élevé en niveau. En revanche, l'inflexion est claire sur l'immobilier de bureaux.

