# 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 ou 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 Xavier Timbeau d'avoir accepté la charge de faire la synthèse de ce débat.*

*Jean-Paul Fitoussi*

# Débat sur les perspectives économiques à court terme du 18 avril 2005

Participants au débat :

**Laurence Boone :** Barclays Capital

**Marc Touati :** Natexis Banques Populaires

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

**Jean-Paul Fitoussi** : À chaque prévision, la presse pose la question de savoir si vous êtes optimiste ou plutôt pessimiste. Pourtant, les prévisions n'ont rien à voir avec les sentiments ou des impressions. Les prévisions sont le résultat d'une analyse et si nos perspectives sont meilleures, c'est parce que nos hypothèses sont différentes. Et, il est essentiel de débattre de ces hypothèses.

**Laurence Boone :** En ce qui concerne les hypothèses qui gouvernent vos prévisions pour le monde, j'ai particulièrement examiné les prix du pétrole, le *policy mix,* c'est-à-dire les politiques monétaires et budgétaires, avant de regarder plus en détail la conjoncture aux États-Unis et en Chine. L'analyse en termes d'offre et demande sur le marché pétrolier est en ligne avec celle de Barclays. Les pressions à la hausse sur la demande vont se poursuivre et conduiront à un prix du pétrole élevé dans les prochains mois et prochaines années.

En ce qui concerne le *policy mix*, nous développons une argumentation proche de celle de l'OFCE. Le stimulus budgétaire et monétaire, principalement dû aux États-Unis et à la Chine devrait s'atténuer en 2005 et en 2006. Le G7 du week-end du 17 avril 2005 montre que la Chine n'est pas pressée de réévaluer, et que, si elle le fait, ce ne sera pas avant mi-2005 voire 2006 et d'une façon modeste. En même temps, les États-Unis mettent en place une politique monétaire progressivement restrictive. Nous anticipons un resserrement des taux américains plus rapide que vous, avec un taux d'intervention de la FED à 4 % à la fin 2005, sur la base de projection d'inflation plus élevée. Cette différence tient en partie aux évolutions du poste santé et assurance santé, qui maintient pour le début d'année l'indice PCE sous contrôle, ce qui n'est pas beaucoup pris en compte par beaucoup d'analystes. Vous sous-estimez probablement les tensions inflationnistes aux États-Unis, et donc la capacité de la FED à conduire une hausse mesurée

des taux. La sous-estimation provient du poste santé et assurance santé qui représente environ 20 % de l'indice des prix et contribue à le maintenir déprimé par rapport aux autres indices. Lorsque l'on calcule l'inflation hors ces dépenses, alors, on observe des tensions inflationnistes plus vives. Comme l'effet santé et assurance santé est temporaire, nous nous attendons à une inflation plus forte et à un durcissement plus prononcé de la politique monétaire américaine.

En ce qui concerne la politique budgétaire, même si nous sommes dans la même ligne, nous anticipons un peu moins de restriction, notamment en raison de la difficulté de mettre en place une réforme de la Sécurité sociale.

En ce qui concerne l'endettement des ménages, on méconnaît souvent une chose aux États-Unis, c'est la part des emprunts à taux fixe. Elle est d'environ 72 % pour tous les emprunts, et d'une proportion encore plus importante pour les emprunts immobiliers traditionnels. Ces emprunts immobiliers sont à taux fixe et facilement négociables ; par conséquent une baisse des taux profite aux ménages américains, mais une hausse les affecte peu. Sur les 28 % d'emprunts à taux variables, seuls 15 % seront ajustés cette année (les autres sont encore fixés pour une période allant de 2 à 10 ans). Les crédits à la consommation à des taux assez inertes, qui même s'ils sont variables, sont fixes à 1 ou 2, voire 3 ans. Une remontée, même rapide, des taux d'intérêt toucherait donc le consommateur américain d'une façon plus modérée que ce qui est généralement anticipé aujourd'hui. Une hausse future des taux devrait ralentir la consommation mais ne conduirait pas à un retournement de conjoncture comme celui que l'on a connu autour des années 1990 au Royaume-Uni.

En ce qui concerne le déficit commercial américain, votre analyse conduit à une résolution optimiste du problème américain. Notre scénario diverge, puisque nous avons inscrit une appréciation plus prononcée de l'euro, en raison du différentiel de taux d'intérêt et du différentiel de taux de croissance, avec une stabilisation et non une résorption du déficit courant. De nombreux travaux, y compris nos analyses, montrent que le déficit américain met du temps à réagir aux variations de change. Pour résorber le déficit courant américain, il faut avant tout un ralentissement de la demande intérieure, ce qui n'est pas souhaitable dans une trop large mesure vu l'effet d'entraînement en provenance des États-Unis. Le taux de change qui équilibre à la fois la situation intérieure et extérieure, dans la tradition de Steiner, ne signifie pas nécessairement un retour à l'équilibre du solde courant, mais permet d'apprécier une valeur du taux de change compatible avec un certain niveau des déficits. Nous estimons qu'aujourd'hui un taux de change de 1,30 dollar pour un euro permet de stabiliser le déficit commercial à un niveau soutenable.

**Jean-Paul Fitoussi :** Savoir que ce qui équilibrera l'économie américaine sera soit l'appréciation de l'euro, soit le ralentissement de la demande interne, ni l'un ni l'autre ne sont de très bonnes nouvelles pour l'économie américaine.

**Marc Touati :** La prévision de croissance de Natexis Banques Populaires est étonnamment proche de celle de l'OFCE, sauf en ce qui concerne la France. Nous partageons l'analyse que la croissance mondiale va rester forte cette année, certes en deçà du record de l'année 2004, mais démontrant une dynamique robuste. La question intéressante est alors celle de la soutenabilité de cette croissance. Aux États-Unis, la dynamique de croissance repose sur la consommation et le recours à l'endettement. Comment cela peut-il durer ? Le ratio d'endettement que vous montrez et que tout le monde connaît, de dette sur revenu des ménages, c'est un stock rapporté à un flux. Depuis plusieurs années les Américains sont endettés autour de 100 % de leur revenu annuel. Mais ce qu'il importe de regarder c'est le rapport flux sur flux, c'est-à-dire le flux de remboursement de l'emprunt des ménages américains sur leurs flux de revenus. Ce ratio est élevé, 12 % aujourd'hui, mais très éloigné d'une situation de surendettement où il atteindrait 20 à 30 %. Le revenu disponible des ménages aux États-Unis a augmenté de 3,5 % l'année dernière en pouvoir d'achat, ce qui a permis de soutenir la consommation. Et le revenu rend solvable les ménages américains. Le redémarrage de l'emploi est un facteur très positif. En un an et demi, l'économie américaine a créé 3,1 millions d'emplois. En 2005, la dynamique du revenu permettrait une croissance de la consommation autour de 3,5 % par an ; c'est donc 70 % du PIB américain inscrit dans une dynamique positive. La situation française est plus préoccupante, parce que la consommation est soutenue, mais l'emploi stagne. La solvabilité des ménages américains est tout à fait robuste. Ainsi, les saisies et défaillances ne cessent de baisser en pourcentage des crédits à l'immobilier octroyés ; c'est le plus bas taux depuis cinq ans.

Cette croissance forte de la consommation engendre mécaniquement un déficit courant. Ce qui est difficilement compréhensible, c'est comment les américains arrivent à le financer. En matière comptable, la balance des paiements est toujours en équilibre, mais pour attirer les capitaux, ils n'ont pas eu besoin d'augmenter leurs taux d'intérêt. C'est cela la force de l'économie américaine, cette capacité à inspirer confiance grâce à sa croissance, ses gains de productivité élevés et parallèlement à l'emploi. Et grâce à la croissance on aura une réduction du déficit. Et les États-Unis réalisent le gros déficit avec la Chine, le Canada, le Mexique, trois pays qui font partie d'une quasi « zone dollar ». Cela réduit le risque en alimentant une demande en dollar à court terme. Le commerce américain représente 17 % du commerce mondial et le dollar pèse 65 % dans les réserves de change

et 50 % dans les transactions. Les deux tiers des transactions en dollars ne sont pas américaines. Ceci est le socle d'une demande structurelle en dollar qui empêche la dépréciation du dollar. Nous voyons un taux de change à 1,25 dollar pour un euro d'ici septembre prochain avec l'objectif ambitieux de 1,15 dans 1 an. Si le dollar perd son statut si particulier, parce qu'il se déprécie trop, parce que les producteurs de pétrole facturent en euro, un risque existe et il n'y aurait pas de limites à la chute du dollar. Les Américains en sont conscients et ils soutiennent leur monnaie. Le niveau moyen du dollar des trente dernières années c'est 1,10 euro, le niveau de parité de pouvoir d'achat, c'est 1,05, le taux de change « naturel », qui intègre les déficits courants, les niveaux d'épargne, est autour de 1,15 dollar pour 1 euro. Ces éléments constituent la fourchette dans laquelle le dollar va évoluer, sauf si un choc très positif sur la zone euro venait modifier les fondamentaux. Ceci permettrait une croissance forte aux États-Unis.

Le pétrole ne devrait pas baisser. D'ici à 15 ans, il sera probablement au-delà de 100 dollars, quand l'Afrique, l'Asie, la Chine, le Moyen-Orient seront des consommateurs importants. En 2005, il serait de 40 dollars le baril de Brent ; un baril à 50 dollars, ce serait 0,4 point de croissance mondiale en moins.

**Jean-Paul Fitoussi** : La soutenabilité de la situation américaine et du déficit est la conséquence de la crédibilité de la croissance aux États-Unis, même chose pour l'endettement des ménages. Les déséquilibres sont soutenables tant que les agents croient en la persistance de la croissance et le passé enseigne que cette hypothèse est très probable. En Europe, nous avons fait une politique d'ajustement qui pour éliminer le déficit a éliminé la croissance. En Europe, c'est la récession qui est crédible ! Le dollar ne décrochera pas de façon catastrophique dans la mesure où l'économie américaine est une économie gouvernée. Notre analyse est que le rôle des pays asiatiques est essentiel dans cet équilibre. Le problème est de savoir si les banques asiatiques auront intérêt à détenir autant de dollars qu'elles le font aujourd'hui, acheter autant de bons du Trésor américain comme aujourd'hui ; va-t-on rester dans un système de Bretton Wood implicite ou risque t-on d'en sortir ?

**Laurence Boone :** Tout n'est pas qu'une question de confiance. Des relations commerciales entre la Chine, les autres pays d'Asie et les États-Unis se sont tissées et sont devenues un ciment très fort. Les entreprises américaines ont investi en Chine pour y assembler leur production, qu'elles réexportent ensuite vers les États-Unis. La Chine a besoin des États-Unis et les États-Unis ont besoin de la Chine. Maintenir le Yuan en ligne avec le dollar pour ne pas perdre l'avantage compétitif par rapport aux autres pays d'Asie, c'est crucial pour la Chine, qui bénéficie d'une réallocation de la production depuis les autres pays d'Asie ou depuis le Mexique. Concrètement, concernant la parité euro-dollar, nous

la voyons à 1,30 dollar pour 1 euro, à partir du deuxième trimestre 2005, les pressions à la baisse restant très présentes.

**Marc Touati :** La question essentielle est le financement du déficit extérieur américain. Les liens avec la Chine sont importants (25 % de leurs exportations) et les échanges de la Chine avec les États-Unis sont excédentaires. La Banque populaire de Chine est obligée de recycler ces excédents. Une appréciation du yuan n'est pas probable et je ne suis pas très optimiste sur l'avenir de la Chine à cinq ans. L'investissement en Chine est de 45 % du PIB, ratio inconnu dans les pays développés, sauf en URSS. Ceci risque de conduire à une crise majeure de surinvestissement. Une enquête récente, validée par le gouvernement chinois indique que le taux de créances douteuses est de 17 %. C'est un taux officiel qui signifie un taux réel de plus de 40 %. En 2007, la Chine doit ouvrir son espace bancaire et financier à la concurrence bancaire. Les banques étrangères vont capter la clientèle rentable, les 200 millions de Chinois qui ont un niveau de vie important et les banques chinoises ne pourront pas y survivre. On risque un éclatement du secteur bancaire et la transmission de ce choc à l'économie mondiale. Ceci induirait une hausse des taux d'intérêt, jusqu'à 6 ou 7 points. Une récession américaine et un euro pour 1,5 dollar, c'est peu engageant pour l'Europe. Ce qui empêche la remontée des taux longs aujourd'hui, c'est que les investisseurs délaissent les marchés actions, bien que les dettes publiques se creusent. Si les flux d'investissement se reportaient sur leur « habitat » favori, on pourrait combiner hausse des indices boursiers et hausse des taux.

**Laurence Boone :** Il y a une autre pression à la baisse sur les taux longs, liée à la réglementation des fonds de pensions. Les fonds de pension, en Angleterre, aux États-Unis, en Hollande, réallouent une part significative de leurs portefeuilles vers des obligations publiques de long terme, de façon à assurer l'équilibre de maturités entre leurs actifs et leurs passifs. La réglementation des fonds de pension va de plus en plus dans le sens d'une adéquation entre les actifs et les passifs, ce qui les incite à allonger au maximum la maturité des actifs qu'ils détiennent. Une bonne illustration de cette tendance a été l'émission par la France de la première obligation d'État à cinquante ans : les investisseurs se sont arrachés le *bond* souscrit à 19,5 milliards d'euros alors que le Trésor français en a adjugé 6 milliards.

**Jean-Paul Fitoussi** : Qu'elle est, selon vous, l'explication de la piètre performance de la zone euro ?

**Laurence Boone :** L'explication principale est le manque de confiance. Comme vous le documentez, le décalage entre les fondamentaux et la croissance est flagrant. Les entreprises ont restructuré leurs bilans, elles se sont désendettées, elles ont fait des profits et les hausses de salaires ont été limitées. Leur bilan financier s'est donc

assaini. Mais, le déficit d'investissement dans la zone euro dure, depuis la deuxième moitié de l'année 2004. Concernant la consommation des ménages, on retrouve le même problème. Si on fait abstraction de la France, la consommation en zone euro n'est pas bonne et le déficit d'emploi en explique une partie. Ensuite, l'orientation du *policy mix* joue sur la performance européenne.

Ce que pensent les marchés de la Banque centrale européenne est intéressant : ils considèrent que la BCE est très idéologique. Elle a annoncé l'année dernière une grande réforme de sa politique monétaire, avec l'abandon des deux piliers et un recentrage sur les indicateurs réels. En fait, dans les derniers bulletins de la BCE, une part toujours aussi importante de l'analyse porte sur la masse monétaire, les distributions de crédit, les liquidités, alors que celle portant sur les indicateurs réels comme le chômage, la croissance, est plus limitée. La BCE s'inquiète (excessivement ?) des chiffres de croissance des liquidités en Europe et du dynamisme du marché immobilier. Elle est persuadée que le faible niveau des taux conduit à une mauvaise allocation des investissements, aux dépens de l'investissement productif. Il est à craindre que si des signes un peu persistants de reprise se faisaient sentir, la BCE serait tenter de remonter les taux assez rapidement pour calmer ce déséquilibre d'investissement. Ceci dit, cela ne devrait pas se produire avant 2006, faute d'une reprise plus rapide en zone euro.

En France, la restriction budgétaire ne devrait pas être trop forte. Grâce à la soulte, les 3 % de déficit public seront sans doute atteint en 2005 et le gouvernement s'est engagé à faire des efforts. La récente réforme du Pacte de stabilité ne va cependant pas dans le sens d'un durcissement des politiques budgétaires. En permettant d'exclure certaines dépenses, on pourrait même s'attendre à moins de discipline fiscale. En réalité, certains pays avaient fait des efforts importants pour maquiller la détérioration de leurs déficits et peut-être qu'une limite moins stricte leur permettra de ne plus recourir à ces artifices. Il n'y a donc pas plus d'incitation à la discipline budgétaire, mais une incitation à la transparence. Ainsi, le Portugal a mis en place une commission des finances publiques, dirigée par le gouverneur de la Banque centrale et chargé d'évaluer de façon indépendante la situation financière de l'État. Le premier résultat de l'audit annoncé par le président portugais fait part d'un déficit à 5 ou 6 % du PIB cette année ; le gouvernement a annoncé qu'il prendrait des mesures en tenant compte de leur impact sur la croissance, pour redresser les finances, et ne recourrait plus aux mesures temporaires de maquillage. C'est un changement notable dans la doctrine budgétaire de ce pays. Reste à voir si d'autres États membres suivront.

**Xavier Timbeau :** Nous partageons cette analyse, mais elle est cynique. Les gouvernements annoncent précisément le contraire, dans

les Grandes orientations de politique économique, c'est-à-dire des politiques très restrictives en 2006. Les gouvernements ne respectent pas leurs engagements depuis cinq ans, le débat budgétaire en Europe est arrivé à un état de déliquescence absolu. On prétend faire des politiques, on en fait d'autres et à la fin on ne sait plus ce qu'on fait.

**Laurence Boone :** Pour la première fois on commence à voir les marchés réagir un peu aux annonces budgétaires. Après la conférence de presse condamnant les finances publiques de la Grèce et de l'Italie, on a vu pour la première fois les taux longs de ces pays s'écarter légèrement des taux longs allemands. La gestion des finances publiques dans les différents États membres commence donc à susciter un regain d'attention des services d'études et de recherche des grandes banques. Le Pacte de stabilité et de croissance ne joue plus son rôle de garde fou et on commence à craindre une dérive.

**Marc Touati :** Je suis moins optimiste que l'OFCE sur la zone Euro, malgré un chiffre très proche pour la croissance en 2005. Pourquoi l'Europe est à la traîne ? Depuis 1992, l'investissement en volume aux États-Unis a augmenté de 123 % sur la période alors que dans la zone euro seulement de 17 %. Le niveau actuel de l'investissement en Europe est en dessous du maximum de 2000. Les marchés ont fait le deuil d'une Banque centrale européenne efficace. C'est un problème structurel de *policy mix*. Du coup, la croissance structurelle a baissé ; on n'est plus à 2,5 même plus à 2 mais plutôt à 1,8 % dans la zone euro. 1,5 de croissance, ce n'est pas loin du potentiel. La deuxième source d'inquiétude, particulièrement en France, c'est l'emploi.

**Laurence Boone :** L'analyse de l'OFCE conduirait à une baisse des taux !

**Xavier Timbeau :** Le mécanisme de découplage des taux entre la zone euro et les États-Unis est subi. Si les taux ne baissent pas c'est lié au fait que la BCE ne baisse pas ses taux courts.

**Marc Touati :** Le problème de la zone euro, c'est l'euro fort. Ces dernières années, les dégâts sont importants. Un chef d'entreprise français qui produit en France et vend en France, fait face à une concurrence déloyale des produits importés parce que l'euro est beaucoup trop fort. La BCE n'est pas du tout consciente du problème de l'euro fort, ce problème ne touche pas uniquement les exportations mais aussi la consommation. La consommation en France résiste mais notamment sur des produits à bas prix, le plus souvent importés. Les entreprises sont incitées à produire à l'étranger. Dans ces conditions, on ne voit pas la création d'emplois en France. La BCE fait preuve de mauvaise foi. Antérieurement, ils publiaient des indicateurs de condition monétaire, quand l'euro était au plus bas et s'en servaient pour légitimer une hausse des taux. Aujourd'hui que l'euro est fort, et qu'il faudrait baisser les taux, la BCE ne publie plus ces indicateurs de condition monétaire. La BCE n'est pas du tout consciente du problème de l'euro fort.

**Jean-Paul Fitoussi** : Le taux de change est un instrument très important de la politique industrielle. Un taux de change trop élevé, c'est moins d'investissement. Ce qui m'étonne, c'est la contradiction suivante : d'un côté vous dites que le potentiel de croissance de l'Europe est très faible, de l'autre vous dites que les marchés en Europe commencent à s'inquiéter des situations budgétaires. Il y a là une atonie dans une région où finalement la politique budgétaire n'est pas vraiment utilisée.

**Marc Touati :** Les marchés sont plus sensibles au risque de croissance qu'au risque de déficit, et ils ont fait le deuil d'une politique budgétaire transparente. S'il n'y a pas de hausse des taux longs, c'est par un manque de croissance. Cela explique aussi la baisse des marchés actions parallèlement aux taux longs. Je ne vois pas d'autre issue à cette situation qu'une baisse de l'euro.

**Jean-Paul Fitoussi** : Elle viendra quand cela arrangera les Américains. Il n'y a plus du tout de prédictibilité de la croissance en Europe.

**Laurence Boone :** L'interventionnisme de la politique économique européenne est dérisoire par rapport à l'interventionnisme américain.

**Jean-Paul Fitoussi** : Il y a une doctrine inquiétante qui l'explique en faisant référence à des textes scientifiques. D'habitude, on ne faisait référence qu'aux courbes et aux statistiques. Jean-Claude Trichet dit que la meilleure politique c'est la baisse de l'endettement public parce que cela a des effets anti-keynesiens. Le taux d'intérêt n'aurait pas d'effet sur l'activité économique, simplement sur les taux d'inflation.

**Laurence Boone :** Pourtant la situation de l'Allemagne devrait l'alerter.

**Jean-Paul Fitoussi** : Ce que j'entends sur l'Allemagne, c'est qu'une fois les réformes du marché du travail digérées, tout ira bien. L'Allemagne redeviendra le champion de la croissance en Europe parce que les hommes politiques ont eu le courage de faire souffrir les populations.

**Laurence Boone :** C'est l'exemple type d'une vision étroite de l'économie. On a fait une réforme étroite du marché du travail, ce qui pourrait contribuer à transformer un problème économique en un problème social. Il n'y a pas qu'un problème d'offre de travail en Allemagne : il y a également un problème de demande. Tant que les entreprises ne sont pas convaincues de l'existence de débouchés croissants pour leur production, elles n'embaucheront que timidement. Par conséquent, si les réformes sont partielles et se font dans le cadre d'une politique macro-économique restrictive, il est à craindre qu'elles soient douloureuses pour la population. En ne faisant que baisser le coût du travail et en supprimant les allocations, on espère que les entreprises embauchent. Mais, les entreprises ne recrutent pas. Le coût du travail était peut- être trop élevé ; mais on n'a rien fait du côté de la demande

de travail, améliorer l'offre devait suffire : cela est effrayant. Quand on en discute avec des Allemands, ils sont convaincus que grâce à Hartz IV, les entreprises vont réembaucher.

**Xavier Timbeau :** Par cette stratégie, les Allemands gagnent des parts de marché mais sur leurs principaux partenaires européens. Ils affaiblissent la croissance de leurs partenaires et diminuent ainsi la demande adressée à l'Allemagne. Cela assèche une grande partie de l'impact de cette politique économique et dégrade la croissance de l'Europe.

**Jean-Paul Fitoussi** : Il a fallu dix ans à Mme Thatcher pour remettre l'Angleterre sur pied. Schröder fait à peu près la même chose. Vous verrez donc ce que vous verrez !

**Marc Touati :** On ne se rend pas compte de l'ampleur du problème aujourd'hui. Les crédits bancaires que Natexis Banques Populaires octroie aux grosses PME sont destinés à des investissements à l'étranger. Sur les six derniers mois, aucun de ces financements n'était destiné à un investissement sur le sol français. Et pourtant, on fait de belles affaires. Donc, vous avez raison : une politique de l'offre seule, cela ne fonctionne pas. Il faut avoir une politique de change.

**Jean-Paul Fitoussi** : Mais, il n'y a pas de politique de change. La paralysie de la décision au sein du Conseil européen est grande.

**Laurence Boone :** Le traité constitutionnel accorde un poids plus fort à l'Eurogroupe pour gérer l'euro et son taux de change.

**Jean-Paul Fitoussi** : Les termes de l'article sont : « *le Conseil européen peut donner une orientation en termes de stratégie des changes s'il est saisi par la Commission ou la BCE, après avoir pris l'avis de la BCE et sous condition que ces orientations ne portent pas préjudice à l'objectif d'inflation* ». Le pouvoir de l'Eurogroupe reste très limité.

Parlons de la France. L'OFCE est un peu plus optimiste pour la France. Cela fait maintenant huit ans que la France a une croissance en moyenne supérieure à la zone euro, depuis 1997 et de façon constante.

**Laurence Boone :** C'est la consommation qui permet de comprendre pourquoi la France fait mieux que ses partenaires. En 2004, la consommation des ménages explique une grande partie de l'écart. Les mesures Sarkozy, qu'on aurait aimé voir plus analysées dans votre texte, y jouent pour beaucoup. En effet, entre 15 et 17 milliards d'euros auraient été débloqués et d'après l'INSEE (et vos propres estimations *ex-post*), moins de 2 milliards auraient été consommés. On peut s'interroger sur ce que sont devenus les 13 à 15 milliards restant ? Sont-ils destinés à soutenir la consommation dans les mois à venir ? Car sans reprise de l'emploi, la consommation risque de renouer avec des taux de croissance plus modestes.

**Xavier Timbeau :** Les fonds de participation débloqués ne sont pas entièrement consommés. Les fonds de participations sont importants pour des individus qui ont par ailleurs un taux d'épargne non nul, et ces fonds ont un rendement supérieur à bien d'autres produits d'épargne, en partie grâce aux avantages fiscaux. Le déblocage se retrouve donc, pour tous ceux qui ne sont pas contraints, en épargne.

**Laurence Boone :** Vous attribuez donc la bonne performance de la consommation dans vos prévisions à une bonne tenue du revenu disponible, c'est-à-dire de l'emploi, les salaires nominaux et l'inflation. La qualité des analyses de l'OFCE sur le marché de l'emploi est reconnue et incontestable, néanmoins la prévision de taux de croissance de l'emploi est vraiment forte en regard de la conjoncture et des enquêtes auprès des entreprises. Par ailleurs, vos prévisions d'inflation sont aussi optimistes, ce qui contribue à soutenir le pouvoir d'achat des ménages. On peut se demander ce que ces prévisions incluent en terme de prise en compte de la réforme de la santé sur le pouvoir d'achat des consommateurs, ainsi que d'autres mesures fiscales jouant au premier trimestre.

**Marc Touati :** Une différence entre la France et l'Allemagne, c'est le secteur bancaire. Les banques françaises sont très dynamiques sur le marché des ménages. L'assainissement bancaire qui a été fait en France n'a pas été fait en Allemagne.

Malgré cela, notre prévision pour l'année 2005 est en dessous de celle de l'OFCE. La reprise de 2004-2005 ressemble plus au faux départ des années 1994-1995 qu'au mouvement de redémarrage de 1997. Le mouvement s'amorce mal, parce que la reprise repose sur les variations de stocks et que l'emploi peine. Depuis le deuxième trimestre 2003, la croissance cumulée du PIB a été de 4,1 % et l'emploi n'a augmenté que de 0,04 %, 5 500 emplois supplémentaires nets. Il faut aujourd'hui plus de croissance pour créer de l'emploi. Une croissance de 2,4 % est insuffisante pour dynamiser l'emploi. Du coup, l'année 2005 sera une année de consolidation plus que de redémarrage. L'immobilier joue favorablement sur la consommation, mais on fait aujourd'hui face à une bulle immobilière. Dans un contexte d'atonie de l'emploi, le dégonflement de cette bulle immobilière pourrait générer des difficultés de remboursements de prêts pour les ménages.

**Laurence Boone :** Je suis bien moins pessimiste, les ménages sont peu endettés en regard des autres ménages européens et anglo-saxons. Les prix français de l'immobilier résidentiel sont aussi bien moins élevés que chez nos voisins. Au total la part du remboursement d'emprunts dans le revenu des ménages est bien plus modérée que chez nos voisins.

**Éric Heyer :** En fait, l'hypothèse que Natexis Banques Populaire fait sur le marché du travail est audacieuse, parce qu'elle signifie une rupture. Notre hypothèse est que l'équation économétrique qui

fonctionne relativement bien sur la productivité continue à fonctionner. La faible performance d'emploi est liée à un cycle de productivité.

**Marc Touati :** Comment expliquer le peu de créations d'emplois en France en 2004 ?

**Éric Heyer :** Cela s'explique par deux raisons : premièrement à chaque phase de reprise, l'emploi s'ajuste avec retard sur l'activité, c'est ce qu'on nomme le cycle de productivité ; deuxièmement ce cycle est plus lent que dans les autres phases de reprise car, à cause d'une erreur d'anticipation de reprise d'activité, les entreprises n'ont pas détruit d'emplois en 2002 et en 2003 et font l'ajustement actuellement, aplatissant le cycle de l'emploi.

**Laurence Boone :** Ce phénomène est commun à l'Europe. Il y a eu peu de réduction d'emplois au cours de la phase de ralentissement en 2002 et 2003.

**Xavier Timbeau :** La grande différence entre l'Allemagne et la France est plus sur le taux d'épargne des ménages que sur l'emploi. Les mesures Sarkozy ont un impact de l'ordre de 0,15 point à la baisse sur le taux d'épargne. Depuis 2003, le taux d'épargne a baissé de 1,5. La principale raison de cette baisse est que les taux d'intérêt sont bas, que les banques françaises ont une bonne rentabilité et que les ménages s'endettent massivement.

**Marc Touati :** Consommer à partir du crédit bancaire comporte un risque : la soutenabilité.

**Éric Heyer :** 2005 est néanmoins sous de bien meilleurs auspices que 2004. L'impact de la hausse de l'euro et du pétrole est derrière nous, le marché du travail devrait s'améliorer sous l'effet conjugué de la réactivation de la politique de l'emploi et de la continuité du cycle de productivité.

**Marc Touati :** Pour nous, 2004 a été une année de rattrapage, comme 1994 l'a été. Mais cet effet de rattrapage malheureusement est derrière nous. Le seul relais de croissance est l'emploi, comme dans votre scénario, mais selon nous, les entrepreneurs n'y auront pas recours.

**Laurence Boone :** Les fondamentaux de l'économie française sont en effet plutôt bons, ce qui manque est la confiance des agents pour investir et consommer.

**Jean-Paul Fitoussi** : Nous avons l'impression qu'en 2004 le risque était externe, et qu'en 2005, il est interne à la zone euro.