DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 19 OCTOBRE 2016

Participants au débat :

Jésus Castillo : *Économiste sénior – NATIXIS*

Denis Ferrand : *Directeur général – COE-REXECODE*

Christophe Blot, Éric Heyer, Paul Hubert, Pierre Madec, Catherine Mathieu, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Xavier Timbeau : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : le débat autour des prévisions de l'OFCE s'organise en trois parties, économie mondiale, de la zone euro et de la France. Commençons par la conjoncture mondiale. Le risque porté par les pays émergents s'est-il dissipé ? Le cycle de croissance aux États-Unis est-il terminé ? Le ralentissement du commerce mondial est-il structurel ? Quelle en sera l'incidence sur la croissance ? Enfin après la reprise, les pays industrialisés sont-ils entrés dans une phase de faible croissance ?

Denis Ferrand : Notre appréciation sur la conjoncture mondiale est très conforme à la vôtre. À l'échelle mondiale nous avons légèrement plus de croissance en 2017 et en 2018 qu'en 2016 par le fait que les pays qui ont été très pénalisés sortent un peu la tête de l'eau, on pense à la Russie et au Brésil ; nous retenons aussi la poursuite du ralentissement chinois ainsi qu'un cycle en voie d'achèvement aux États-Unis mais sans passer par une phase de recul qui a caractérisé toutes les phases de récession. Vous notez une phase de faible croissance avec 3,1 % en 2017 et 3,2 % en 2018, ainsi en 2018 nous aurons pour la septième année une croissance à 3% qui est proche du rythme moyen de croissance. Ce qui change en 2016 et plus encore en 2017, c'est la redistribution de la croissance avec l'inversion du double mouvement de balancier observé en 2015 : le

premier mouvement était en faveur des économies les plus avancées et au désavantage des économies émergentes avec le plus faible écart de croissance enregistré en 20 ans entre ces deux ensembles ; 2015-2016 sont également des années exceptionnelles durant lesquelles la croissance en zone euro est devenue supérieure à celle des États-Unis. Ce mouvement s'arrêtera en 2017-2018, notamment car les politiques monétaires ne vont pas diverger davantage. Nous aurons des relèvements de taux (que nous prévoyons à Coe-Rexecode moins forts que vous) plus marqués aux États-Unis qu'en zone euro mais il y a déjà un changement de tonalité de la BCE.

Autre élément qui aura un impact sur la croissance mondiale, le prix du pétrole. Notre hypothèse sur le prix du pétrole est plus haute que la vôtre, nous retenons un prix du baril de 62-63 dollars en 2017 en prévoyant un peu plus de demande que d'offre. Votre hypothèse d'une demande très excédentaire par rapport à l'offre en 2017 est surprenante et se réconcilie difficilement, me semble-t-il, avec votre hypothèse d'une relative stabilité du prix du pétrole un peu au-dessus de 50 dollars le baril à l'horizon fin 2017.

Troisième effet sur la conjoncture mondiale : le mouvement sur les taux d'intérêts. Vous prévoyez une « pentification » importante de la courbe des taux aux États-Unis, 50 points de plus si on observe l'écart entre le taux court et le taux à dix ans entre aujourd'hui et la fin 2017. Je ne vois pas de raison pour une nouvelle « pentification » de la courbe des taux sauf à imaginer une très forte remontée des taux pendant dix ans. Par ailleurs j'ai beaucoup apprécié votre document sur « Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs » qui nous conduit à nous poser la question de la succession des risques. Autant les taux négatifs peuvent faire peser un risque pour le compte d'exploitation des sociétés financières avec moins de recettes en termes de taux, autant une remontée des taux, surtout à la vitesse retenue, peut faire poser un risque de bilan pour ces mêmes acteurs. La remontée des taux devrait entraîner la baisse des prix des obligations qui ne sera pas sans incidence sur les actifs et passifs des sociétés financières surtout parce que ce mouvement se fait à partir de niveaux très bas des taux, avec des impacts négatifs sur la dynamique de l'économie *via* l'endettement.

Jésus Castillo : La prévision conjoncturelle est toujours un exercice difficile à partir d'hypothèses comme par exemple le prix du pétrole. Chez Natixis, notre scénario pétrole est un peu plus défavo-

rable que le vôtre, nous prévoyons une remontée vers les 60 dollars le baril contre 54-55 chez vous. Nos prévisions sont donc un peu différentes, notamment en Europe. Aux États-Unis nous prévoyons une croissance un peu plus forte, 2,2 en 2017 et 1,9 en 2018. Avec un prix du pétrole plus fort nous avons davantage d'inflation et moins de pouvoir d'achat. Mais avec plus de ressources pétrolières, quel est l'effet sur l'investissement aux États-Unis ? On a bien vu le poids de l'investissement dans l'économie américaine et sa contribution à la croissance. L'effet final de la hausse du pétrole aux États-Unis est ainsi plus nuancé qu'il n'y paraît.

Sur la matérialisation des risques qui pourraient affecter l'économie, la question se pose de savoir si nous sommes en fin de cycle aux États-Unis. Aujourd'hui on ne voit pas de facteurs qui provoqueraient cette fin de cycle et conduiraient à un retournement brutal de la croissance, que ce soit du côté de la dette des ménages ou de bulles particulières en développement. Nous sommes donc assez optimistes sur la croissance aux États-Unis.

J'ai en revanche une interrogation concernant l'évolution des taux en fonction du résultat des élections américaines ; la pente des taux ne sera pas la même selon la victoire d'Hillary Clinton ou celle de Donald Trump. Une victoire d'Hillary Clinton serait synonyme d'une certaine continuité alors que l'arrivée Donald Trump à la Maison Blanche serait de nature à inquiéter fortement les marchés.

Second risque, la croissance de la Chine. Allons-nous assister à un ralentissement durable ou pas et quel sera l'impact sur la croissance mondiale ? L'économie chinoise est en train de se transformer ; on entend parler d'une transformation du bas de gamme vers du plus haut de gamme, d'une mutation vers les services ; quelle sera la nature de cette mutation de l'économie chinoise ? Dans tous les cas, il ne faut pas sous-estimer la capacité des autorités chinoises à gérer cette phase de mutation.

Par ailleurs je partage votre prévision sur les émergents, Brésil, Argentine, Amérique du Sud vont accélérer leur croissance.

Denis Ferrand : Je rajouterai deux risques. Le premier est associé à la baisse passée du prix du pétrole. L'Arabie saoudite est devenue emprunteur sur les marchés internationaux, anecdote qui illustre la fragilisation de beaucoup de pays exportateurs de matières premières. On pense en premier lieu à l'Algérie qui avait constitué

un fonds de régulation des recettes qui est monté jusqu'à 25 points de PIB au terme de la phase de prix du pétrole élevé. Ce fonds sera à 0 en 2018. La Russie, elle, a ajusté en jouant sur l'inflation en diminuant le rouble en même temps que le prix du pétrole reculait, mais beaucoup de pays n'ont pas ajusté leurs dépenses quand bien même leurs recettes s'étaient effondrées, ils ont tapé dans les réserves. Second risque, la Chine. Derrière le changement de modèle, l'impulsion qu'elle transmet à l'échelle mondiale change de nature : moins d'investissements en Chine, mais davantage d'investissements hors de Chine qui vit son « Japan moment ». Fin des années 1980, le Japon est passé d'une situation d'exportateur de biens à une situation d'exportateur de capitaux, la Chine entre dans cette phase et c'est la nature de son insertion mondiale qui change de logique. L'impulsion change de nature parce qu'elle investit très fortement en Afrique, en Asie de l'Ouest et également fortement en Europe. La nature de l'investissement chinois change, des gains en parts de marché de biens de consommation, il se dirige vers l'acquisition de compétences et une montée en gamme à l'extérieur.

Jésus Castillo : Ce qui signifie qu'il faudra s'habituer à un commerce mondial beaucoup plus lent parce que les échanges vont être moins denses.

Denis Ferrand : Le ralentissement de la croissance mondiale est avant tout une histoire asiatique.

Xavier Ragot : Je perçois trois blocs : le bloc pétrole, le bloc scénarios de taux d'intérêt dans lequel on intègre les États-Unis et la pente des taux et un bloc Chine lié au commerce mondial.

Christophe Blot : Sur les questions monétaires nous faisons effectivement l'hypothèse d'une pentification de la courbe des taux aux États-Unis avec une remontée des taux longs autour de 3,2 en 2018. Cependant, avec un taux d'inflation proche de 2%, le niveau des taux d'intérêts réels se situerait autour de 1 %. Nous considérons donc que la normalisation de la politique monétaire se poursuit mais qu'il n'y aurait pas de choc de taux aux États-Unis. Sur la question des taux négatifs, nous considérons en effet que les banques sont soumises à un risque de hausse des taux dès lors que les taux sont très bas. Mais nous soulignons que les banques ont aussi réalisé des gains du fait de la baisse des taux et qu'elles ont bénéficié de financements par la banque centrale à des taux assez

faibles. Le risque réside dans la gestion de la remontée des taux : à quelle vitesse se fera la remontée des taux et comment les banques gèreront cette hausse ?

Denis Ferrand : Ce n'est pas la même chose d'avoir une remontée de taux qui passe de 0 à 1 % et une remontée qui passe de 4 à 5 %. Le choc en termes de bilan est beaucoup plus fort dans un passage de 0 à 1 %. Là le risque est d'autant plus grand qu'il se fait à un moment où le modèle économique du système bancaire change. Les données de la BCE sur les institutions financières et monétaires de l'ensemble de la zone euro en donnent une claire illustration. C'est cet été qu'a été franchi le seuil à partir duquel les crédits aux résidents octroyés par les institutions financières et monétaires de la zone euro sont devenus inférieurs aux dépôts effectués par ces mêmes résidents. Il n'y a plus de création monétaire à l'aune de ce seul indicateur. La vitesse d'adaptation du modèle bancaire est donc un élément clé.

Christophe Blot : La remontée est présente aussi aux États-Unis. Il faut prendre le temps de l'adaptation. Il s'est passé du temps entre la première hausse des taux en 2014 et celle qu'on attend.

Xavier Ragot : Sur le bloc pétrole ?

Éric Heyer : Notre analyse entre l'offre et la demande montre qu'il existe encore des stocks très importants qui devraient atténuer la hausse des prix qui aurait eu lieu sans eux. Notre hypothèse de 54 dollars nous semble réaliste en tenant compte des stocks. Mais entre un baril à 54 dollars ou 60 en 2018, nous ne sommes pas certains. Nous avons évalué l'incidence d'une augmentation potentielle sur l'activité dans les pays développés. Ce qui est rassurant dans notre analyse, c'est le décalage entre la remontée des prix du pétrole et l'incidence sur l'activité qui se situe aux alentours de 3 ou 4 trimestres.

Xavier Timbeau : L'incertitude sur le prix du pétrole est liée au fait que la courbe du coût marginal d'extraction est pentue, ce qui rend la demande très sensible et le prix du pétrole peut varier. Nous sommes arrivés à la limite haute du régime, si le prix augmente trop se mettent en place des mécanismes de substitution avec d'autres sources d'énergie. De plus l'offre elle-même est aussi mouvante comme on a pu le voir avec le gaz de schiste aux États-Unis, avec des baisses de coût marginal au moment où le prix a baissé. Par

ailleurs lorsque la demande est très sensible on voit l'émergence de la géopolitique et la mise en place de quotas. Et la géopolitique est impossible à prendre en compte. L'incertitude n'est pas dans la qualité de nos outils mais elle est intrinsèque au marché pétrolier.

Éric Heyer : je reviens sur la Chine et l'impact de la mutation de son économie sur nos pays. Malgré la fragilité de nos outils, on note que l'incidence de la mutation chinoise serait très positive pour l'Asie et l'Afrique mais néfaste pour la zone euro. Tant que la zone euro était en période d'austérité, le choc lié à l'économie chinoise était marginal, aujourd'hui le choc chinois prend une place importante dans notre analyse.

Zone euro

Xavier Ragot : Je vous propose de passer à l'Union européenne. Quel est l'impact du Brexit sur la croissance au Royaume-Uni ? Dans la zone euro ? L'investissement est-il en panne ? Quel est le risque de crise bancaire dans la zone euro ? Doit-on s'attendre à une nouvelle vague de consolidation budgétaire ?

Jésus Castillo : Nous sommes assez consensuels sur le scénario zone euro. On assiste à un ralentissement en 2016, mais en regardant chaque pays on voit une zone euro de plus en plus hétérogène et pas coopérative. Du point de vue budgétaire, l'Allemagne est en excédent et à l'autre bout l'Espagne qui nécessite davantage de consolidation budgétaire, la France qui progresse et l'Italie qui se situe loin derrière l'Allemagne. Pour nous le risque politique de l'Union européenne depuis 2015 est devenu assez important. L'incertitude politique, du point de vue des marchés, a un impact plus fort que par le passé, même si l'année 2016 a été un peu plus calme pour la zone euro, mais pas pour l'Union européenne à cause du Brexit.

Sur la question du Brexit, on peut estimer un impact direct au travers des flux commerciaux. À court terme l'impact ne semble pas très important, la Banque d'Angleterre a réagi avec un *policy mix* hyper expansionniste ; la dépréciation de la livre vient jouer en faveur de la conjoncture du Royaume-Uni et en défaveur de la nôtre. Finalement la catastrophe annoncée n'a pas lieu. A court terme sûrement. Mais dans 2 ans, lorsque le Royaume-Uni aura

quitté l'Union, la question se posera. Pour l'accès au marché européen, il n'y a pas grand-chose à modifier, c'est à partir des nouvelles règles européennes, auxquelles le Royaume-Uni n'aura pas participé, alors le prix à payer sera peut-être conséquent. Le danger est donc plus lointain, à l'horizon de 3 à 4 ans, quand les règles commerciales notamment évolueront sans tenir compte des intérêts du Royaume-Uni.

Xavier Ragot : Sur le risque politique, quel est l'ordre des pays qui pourraient être atteints ? Espagne, Italie, Grèce, Pologne … ?

Jésus Castillo :Lorsqu'on hiérarchise le risque politique, le premier événement sera l'Espagne qui devrait avoir un gouvernement à la fin du mois, les socialistes laissant Rajoy être réinvesti. Ensuite le principal risque est pour l'Italie si Renzi perd son référendum, il pourrait rester à la tête du gouvernement faute de candidat capable de le remplacer, mais le mouvement « 5 étoiles » pourrait surprendre. Il convient surtout de remarquer que les pays à risques ont changé au cours des derniers mois. Le risque politique qui était très concentré dans la périphérie en 2015-2016 avec l'arrivée de Tsipras en Grèce, les élections au Portugal, en Irlande, en Espagne, est en train de passer vers des pays du cœur qui vont connaître des élections importantes prochainement, Autriche, Pays Bas, France, Allemagne.

Denis Ferrand : Notons que les cinq plus gros pays de l'Union européenne sont dans une situation particulière du point de vue politique : Italie, Espagne, France et Allemagne avec des élections prochaines, le Royaume-Uni avec le Brexit… Le moment est compliqué, sans compter la Pologne qui n'a pas un appétit très pro-européen. Le ciment européen se lézarde.

Sur le Brexit, effectivement on ne voit pas d'impact à court terme mais la mécanique récessive est enclenchée, la croissance va passer de 2 à 0,5 entre 2016 et 2017 ; la dépréciation de la livre entraîne une chute du pouvoir d'achat de l'économie nationale et de plus les exportations britanniques ont une faible sensibilité à leur prix. L'autre mécanique est celle des prix de l'immobilier ; l'indice Halifax a commencé à reculer, de manière feutrée, mais avec les dispositifs d'extraction hypothécaire qui fonctionnent à plein au Royaume-Uni, la possibilité de s'endetter sur gages est beaucoup plus faible. En 2009, la chute de la consommation britan-

nique était sans commune mesure avec celle observée en zone euro alors même que la récession avait été d'une ampleur comparable dans les deux ensembles. Il y aura aussi un impact sur l'investissement mais très difficile à graduer.

Sur la zone euro, la crise bancaire est tout à fait manifeste. Elle remet en question le petit et seul échafaudage développé au cours des dernières années qu'est l'Union bancaire. Merkel essaie de trouver de façon feutrée une échappatoire pour que l'État allemand vienne au secours de Deutsche Bank, sans vouloir donner un exemple à l'Italie. Le risque est de voir cette union bancaire défunte avant d'avoir existé et garanti les dépôts.

Sur la question, l'investissement est-il en panne ? Nous avons des rythmes d'investissement productif ces dernières années plutôt supérieurs à la croissance du PIB ; ce qui surprend en revanche c'est la rétention de cash dans les entreprises, les comptes de patrimoine des sociétés non financières montrent que le numéraire et les dépôts inscrits à l'actif des entreprises rapportés à la dette sont à des niveaux historiquement élevés. Le souvenir de 2008 et 2009 avec l'impossibilité de trouver du crédit de trésorerie plane toujours et induit un comportement de forte rétention de la liquidité. Comment libérer ce cash présent dans les entreprises tant que le risque bancaire est élevé, cela est difficile. Si on y parvenait, on pourrait libérer 1 point de croissance par an en zone euro.

À votre question sur une prochaine vague de consolidation budgétaire en zone euro, je n'y crois pas, en Espagne la possibilité n'existe même pas en raison de la vacance actuelle du pouvoir.

Xavier Ragot : Sur le Brexit, une chute de la consommation est-elle attendue, notamment *via* une correction immobilière en Angleterre ?

Catherine Mathieu Nous prévoyons effectivement une baisse de la consommation des ménages, mais principalement du fait de l'accélération de l'inflation, qui va réduire le pouvoir d'achat des ménages en 2017. Globalement les prix immobiliers continuent toujours à augmenter au Royaume-Uni. Cela fait d'ailleurs des années que les prix sont hauts et qu'ils augmentent, mise à part une petite correction à la baisse après la crise de 2007 mais qui n'a pas duré. Il y a une insuffisance structurelle d'offre de logements au Royaume-Uni, qui maintient les prix élevés et rend peu probable

une forte baisse des prix de l'immobilier dans les prochains mois. Cependant, les prix de l'immobilier élevés sont une épée de Damoclès suspendue au-dessus de l'économie britannique.

Xavier Timbeau : Le Brexit est un cas d'étude intéressant. Y a-t-il un risque d'accélération de l'inflation qui pourrait enclencher un mouvement de la politique monétaire de la banque centrale ? À ce moment-là les prix élevés de l'immobilier pourraient engendre l'éclatement d'une bulle immobilière. Cet enchaînement pourrait être préoccupant pour le Royaume-Uni.

Xavier Ragot : Exactement, nous pourrions connaître une inflation importée. Nous assistons à un débat important sur les cibles de la politique monétaire de la banque centrale. La Banque d'Angleterre ne pourrait-elle pas laisser passer une inflation effective élevée (4 %) pendant de nombreux trimestres pour être accommodante ? Ce serait une première expérience d'un changement effectif de cible de politique monétaire.

Xavier Timbeau : Sachant qu'il y a deux choses : l'accélération de l'inflation due à l'inflation importée et une inflation de second tour qui serait une inflation sous-jacente. Ce n'est pas la même chose d'avoir 4 % d'inflation et 4 % d'inflation hors effet taux de change.

Paul Hubert : Sur le mandat de la Banque centrale, je pense qu'ils garderont une cible d'inflation à 2 %. En revanche sur la tolérance à la déviation à la cible (en 2010 et 2011, ils étaient autour de 4 %), c'est possible, il suffit d'écrire une lettre au Chancelier pour s'en accommoder.

Sur le fond, le risque de remontée des taux ne se fera pas principalement *via* l'effet richesse, mais plutôt via la sensibilité de la consommation aux taux directeurs : comme les ménages sont endettés principalement à taux variables et aujourd'hui faibles, ils ont des marges de manœuvre très réduites pour absorber une hausse de leurs mensualités. Le jour où les taux remontent en Angleterre, les effets macro via la consommation vont être forts et s'ajouter aux effets richesse.

Catherine Mathieu : L'attitude de la Banque d'Angleterre le montre, cela fait des années qu'elle ne respecte pas son mandat en termes de cible d'inflation, et qu'elle s'en explique régulièrement par lettre ouverte au Chancelier de l'Échiquier. La Banque d'Angleterre

est supposée maintenir l'inflation autour de 2 % (dans une fourchette de +1/-1%). Nous avons retenu dans notre prévision une stabilité du taux de change de la livre à son niveau actuel, ce qui conduirait la Banque d'Angleterre à expliquer en 2017 l'absence de durcissement de la politique monétaire, malgré l'accélération de l'inflation à plus de 3 % ; cette accélération est principalement due à la dépréciation passée de la livre, et elle ne sera que temporaire. Mais si nous entrons en 2017 dans une dynamique de forte baisse de taux de change de la livre à cause de négociations dures avec l'Union européenne, cela compliquera la tâche pour la Banque d'Angleterre.

Éric Heyer : Dans notre scénario nous supposons que c'est le consommateur qui supporte le supplément d'inflation lié à cette baisse extrêmement forte de la livre et qu'il n'y a donc pas d'effet second tour *via* les salaires. Mais un effet de second tour est envisageable avec une augmentation des salaires standards qui conduirait à 4,5-5 % d'inflation, mais ce serait un tout autre scénario.

France

Xavier Ragot : Pourquoi la croissance française est-elle inférieure à celle de la zone euro depuis trois ans ? La politique d'offre a-t-elle fonctionné ? Quelle est la croissance potentielle de la France et quel est le niveau de l'*output gap* ? Le taux de chômage va-t-il durablement baisser ? Le déficit public sera-t-il en dessous de 3 % en 2017 ?

Denis Ferrand : Dans votre scénario la zone euro a moins de croissance en 2017 qu'en 2016, c'est l'inverse pour la France, j'insiste sur la prise en compte du secteur agricole qui représente peu : 1,8 point de PIB. Mais ce secteur subit la triple peine cette année, mauvaises récoltes en quantité et en qualité et recul des prix sur les marchés mondiaux. Seule la France connaît ces mauvaises récoltes cette année et les récoltes mondiales sont très bonnes. Dans les comptes nationaux, les valeurs agricoles sont traitées rétroactivement, il est donc vraisemblable que les chiffres du premier et du deuxième trimestre, voire du quatrième trimestre 2015 seront corrigés à la baisse. Sur des croissances très faibles, la correction va être sensible (-0,1 point). Je suis étonné de ne pas voir le mot « agriculture » dans votre prévision.

Parmi les facteurs de révision, vous aviez une contribution des stocks très positive en 2016 dans votre prévision d'avril, vous avez dû corriger et la mettre négative ; à l'inverse parmi les postes de la demande intérieure hors-stocks vous avez corrigé l'investissement des administrations publiques qui de très négatif en avril est devenu positif. Autre incertitude forte, les statistiques d'investissement en logements des ménages, entre les éléments dont dispose par exemple la Fédération du bâtiment ou ce que disent les promoteurs et les chiffres de l'INSEE, c'est le grand écart. Il semble que les crédits logement sont principalement de la renégociation de crédits ; la dynamique logement semble trop faible dans les comptes nationaux. Les facteurs de révision seront sans doute à la hausse sur ce point. Au total les facteurs de révision seront sans doute à la baisse, principalement à cause de l'agriculture mais compensés par le facteur logement qui devrait jouer en contre-sens.

Par ailleurs on observe un grand écart entre d'une part la production industrielle et, d'autre part les enquêtes qui voyaient un niveau d'activité plus favorable ; autre illustration : l'écart entre production industrielle et taux d'utilisation des capacités de production. Le TUC est assez positif et en face on note très peu de production industrielle, voire un léger recul. Cela signifie-t-il que nos capacités de production sont laminées ? La politique de l'offre actuelle se fait sur une base industrielle trop fortement contractée pour donner des résultats rapides. Par de nombreux aspects, la période actuelle ressemble à celle observée dans les années 1980 : choc pétrolier, recul des marges, effondrement de l'investissement privé et en même temps recul des parts de marché. En 1984, début de remontée des marges, amplifié à partir de 1986 par le contre-choc pétrolier puis rebond de l'investissement productif en 1984-85. Il faudra attendre 1987-1988 pour voir poindre une progression de la compétitivité telle que mesurée par les parts de marché des exportations françaises dans les exportations de la zone euro. En France, aujourd'hui, le niveau des marges de l'industrie manufacturière a certes remonté mais il n'a fait que retrouver son niveau du début des années 2000, en Allemagne le niveau des marges d'exploitation dans l'industrie a augmenté de 63 % dans l'intervalle. Il ne faut donc pas attendre des merveilles de la politique d'offre actuelle et encore moins rapidement parce que la base industrielle s'est contractée. L'effet masse joue clairement en notre défaveur.

Sur les déficits publics, nous prévoyons 3,3 % l'an prochain : 1,1 % de croissance avec une trajectoire de la dépense publique qui a dérivé par rapport au PLF 2016 ; avec un point d'inflation en moins que ce qui était prévu en PLF en septembre dernier, nous avons pourtant plus de dépenses en valeur. Il y a en outre une pratique malsaine de l'ardoise en reportant le coût budgétaire de certaines mesures adoptées pour 2017 sur l'exercice suivant : le « welcome package » pour 2018 se chiffre d'ores et déjà à 6 milliards d'euros. Le basculement de la C3S vers du CICE est une façon de faire du report de la charge budgétaire.

Jésus Castillo : Sur la France nous sommes d'accord avec ces effets de yoyo sur les chiffres des révisions qui montent qu'il faut être prudent à cause de l'impact sur les acquis de croissance. La perspective que nous défendons sur la France est un ralentissement de la croissance (1,2 % en 2016, 1,0 % en 2017 et 0,8 % en 2018). Derrière ces chiffres, la reprise de l'inflation due aux prix du pétrole qui vont affecter la consommation. On pense que le troisième trimestre 2016 ne sera pas brillant. Plus spécialement sur les politiques d'offre et l'investissement, les mesures vont dans le bon sens puisque l'investissement repart en France. Le fait que les marges se soient redressées et que les entreprises ont augmenté leur cash sont des bons signes, en revanche nous avons une interrogation sur les performances des exportations françaises qui expliquent peut-être pourquoi les entreprises n'investissent pas. Dans un contexte de taux d'intérêts faibles, d'un euro favorable et d'un prix du pétrole peu cher, pourquoi les exportations françaises ne rebondissent-elles pas ? Peut-être faut-il attendre encore que les politiques d'offre mises en place portent leurs fruits ? Si on compare avec ce qui a été fait en Espagne, que l'on croyait plongée comme la Grèce dans une spirale récessive, on voit que les réformes structurelles ont permis une reprise forte de l'investissement des entreprises espagnoles et alimentent un vrai cycle de reprise. L'Espagne est de ce point de vue pratiquement un cas d'école. Les gains de compétitivité grâce à la dévaluation interne ont permis de relancer les exportations qui à leur tour ont incité les entreprises à investir et à embaucher pour enfin redynamiser la demande domestique.

Pour revenir à la France on voit que la politique d'offre va dans le bon sens mais elle révèle aussi un positionnement des entreprises françaises à l'exportation médiocre. Par ailleurs cette politique

d'offre n'a pas été un vrai choc, elle s'est faite lentement. Les réformes ont été à mon sens progressives et n'ont pas créé le choc attendu. Il faut donc attendre plus longtemps les résultats, ce qui ne signifie pas que les politiques d'offre ne fonctionnent pas.

Sur les finances publiques, nous prévoyons aussi un déficit à 3,3 % en 2016, 3 % en 2017 avec moins de croissance. Mais ces chiffres restent suspendus à la probabilité d'alternance politique en 2017 qui devrait entraîner un creusement du déficit budgétaire dû au contexte qui est en faveur de l'investissement public. Ce qui conduit à la question de la croissance potentielle et du taux de chômage.

Notre diagnostic est que le chômage structurel de l'économie française a probablement augmenté de 1 à 2 points par rapport à son niveau d'avant-crise.

Denis Ferrand : Oui nous aussi nous pensons que la croissance potentielle sera aux environs de 1 %, les mesures CICE, Pacte de responsabilité et prime à l'embauche auront un effet positif en 2016 mais moins efficace en 2017, au-delà du fait que l'emploi sera moins dynamique en 2017 qu'en 2016.

Mathieu Plane : Pour revenir sur quelques points, les révisions montrent que les acquis de croissance au deuxième trimestre *n* de l'année *n* ont toujours été révisés à la hausse depuis 2010, à l'exception de 2012. Et ces révisions sont loin d'être négligeables car elles sont comprises entre +0,1 et +0,5 point de PIB. Donc, bien que la production agricole puisse être révisée à la baisse, rien n'indique que d'autres secteurs ne seront pas révisés à la hausse, comme le logement par exemple.

Sur les écarts de croissance zone euro et France, certains éléments montrent que la politique d'offre commence à créer des effets à l'horizon 2017 mais que les transferts fiscaux massifs depuis 2014 des ménages vers les entreprises ont conduit à ralentir la croissance sur la période récente. Et ce que l'on observe depuis début 2014, c'est un redressement net des marges en France, contrairement au reste de la zone euro. Les effets positifs de la politique d'offre, notamment à travers la hausse du taux de marge des exportateurs sont plus devant nous que derrière nous.

Ce qui est rassurant, c'est que les taux d'utilisation se redressent et que l'investissement repart, en particulier sur les biens d'équipement.

Par ailleurs, je pense, contrairement à vous, que le choc d'offre a été massif. En peu de temps, depuis 2014, plus de 30 milliards ont été transférés aux entreprises, l'ajustement sur les ménages a été fort pour à la fois pour financer ce choc d'offre et redresser les comptes publics. Si le tissu productif s'est autant dégradé depuis la crise, c'est surtout à cause de l'impact négatif sur la demande et la chute des carnets de commande qui ont provoqué de nombreuses faillites. Donc les effets de la reconstruction industrielle peuvent prendre 5 ou 10 ans, bien que les marges se soient améliorés.

Éric Heyer : Quel est votre scénario d'inflation ? Si nous avions des tensions sur nos capacités de production, cela devrait se faire sentir sur l'inflation ou alors on assiste à une déconnexion complète entre l'inflation sous-jacente et le chômage ?

Denis Ferrand : L'inflation sous-jacente est à peu près en ligne avec l'inflation d'ensemble (respectivement 1 % et 1,2 % en 2017) qui bouge donc très peu. Nous avons des salaires réels qui ne sont pas dynamiques et un ralentissement des gains de productivité qui contribuent à modérer le sous-jacent, déterminé par les trajectoires de marges et de salaires réels.

Pierre Madec : Sur l'investissement logement on avait du mal à comprendre le T2. Les indicateurs comme les taux, l'emploi ou les prix étaient plutôt orientés favorablement. Alors qu'on attendait une révision à la hausse, la première révision fut à la baisse mais la seconde devrait confirmer notre prévision qui, en 2017, prévoit une tendance à la hausse de l'investissement logement. Les enquêtes sont revenues à leur moyenne de long terme, ce qui n'était pas arrivé depuis longtemps.

Xavier Ragot : Le fond de notre différence de diagnostic sur l'état de la France, c'est surtout l'*output gap* et le potentiel. Votre scénario est un potentiel dégradé, une rupture de la courbe de Phillips, du mode de formation des salaires, ce qui est défendable compte tenu des incertitudes (loi travail, CICE, …). Notre approche à nous est de penser que, malgré l'évolution des TUC et autres, le potentiel productif est réel. Pour être plus précis dans nos prévisions, il nous manque des données d'entreprises mais concluons en disant que globalement les différences entre nos prévisions et la réalisation sont très minimes.