



**HAL**  
open science

## Débat sur les perspectives économiques

Nicola Brandt, Emmanuel Jessua, Christophe Blot, Eric Heyer, Pierre Madec,  
Catherine Mathieu, Mathieu Plane, Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Nicola Brandt, Emmanuel Jessua, Christophe Blot, Eric Heyer, Pierre Madec, et al.. Débat sur les perspectives économiques. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 2016, pp.259 - 271. hal-03469945

**HAL Id: hal-03469945**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03469945>**

Submitted on 8 Dec 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 ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 13 AVRIL 2016

*Participants au débat :*

**Nicola Brandt:** *Chef desk France – OCDE*

**Emmanuel Jessua :** *Directeur des études – COE-REXECODE*

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

## Monde

**Xavier Timbeau :** Le débat est divisé en trois parties : monde, Union européenne et France. Commençons par la situation mondiale.

**Nicola Brandt :** À l'OCDE nous publions des prévisions pour tous les pays membres dans *Les Perspectives économiques* deux fois l'an et entre ces périodes nous effectuons des mises à jour plus restreintes. Si je compare votre premier tableau sur les taux de croissance des grands pays du monde, les prévisions OCDE et OFCE sont assez proches pour la plupart des pays avec peut-être deux exceptions importantes : la zone euro en général et la France en particulier. Pour ces deux zones, nous sommes un peu plus pessimistes que vous apparemment. Pour la France, nos perspectives divergent surtout pour l'investissement. En faveur de l'investissement vous notez le rétablissement des taux de marge, ce qui est de bon augure pour le futur. À l'OCDE nous avons des doutes car les profits se sont améliorés dans d'autres pays aussi et l'investissement n'a pas suivi. Nous avons l'impression que beaucoup de relations que nous tous utilisons pour faire nos prévisions – entre emploi et inflation, par exemple, ou taux d'intérêt, croissance du PIB et investissement – ne fonctionnent plus comme auparavant. La différence entre nos perspectives pourrait venir du fait que vous faites davantage confiance à ces outils que nous.

J'ai noté que vous parlez de tous les risques qui nous préoccupent aussi, mais vous les écartez aussi assez vite. Par exemple quand vous parlez des turbulences financières, ce que vous appelez « bulles ». Lorsque vous regardez les indicateurs qui marquent le risque ou la variabilité, vous jugez que la situation n'est pas aussi mauvaise que celle de 2008-2009. Il se peut que les entreprises et les ménages soient plus préoccupés que vous des différents risques, par exemple du ralentissement de l'économie en Chine ou la situation dans la zone euro. Par ailleurs vous dites que le risque de déflation est derrière nous et l'inflation sous-jacente progresse. Mais j'ai l'exemple de la Pologne qui marche bien, qui connaît une bonne croissance, le chômage a beaucoup baissé mais en même temps on assiste à une déflation – certes liée au développement du prix de pétrole – mais l'inflation sous-jacente a beaucoup baissé et ne semble pas remonter. Malgré la bonne situation sur le marché de travail on ne voit pas une accélération de la croissance des salaires. Ceci en dépit du fait que les employeurs ont de plus en plus de mal à trouver des travailleurs avec les qualifications dont ils ont besoin.

**Emmanuel Jessua** : Sur le scénario global mondial, les perspectives de Rexecode sont proches, nous prévoyons la croissance de l'économie mondiale à 3,0 % en 2016 et 3,2 % en 2017. Mais comme l'OCDE, nous pensons qu'il y a encore des incertitudes sur la zone euro et sur la France, en premier lieu la question du Brexit. Sur la Chine, il est clair que nous prévoyons un ralentissement durable : c'est une économie qui était déséquilibrée avec un investissement en surchauffe. En observant les évolutions historiques de pays qui ont connu un développement similaire, la Corée et le Japon, on voit bien un pic d'investissement au bout de 30-40 ans suivi d'une baisse, typique d'une économie qui arrive à maturité de son rattrapage. On anticipe donc un ralentissement assez net de l'activité pour la Chine, avec un taux de croissance à l'horizon 2020 de l'ordre de 5 %.

Sur le prix du pétrole, on a du mal à envisager une poursuite de la baisse. Depuis mi-janvier on assiste à une légère remontée qui fait qu'on a déjà rattrapé la moitié de la baisse commencée en octobre. Ensuite, fondamentalement, le marché devrait se rééquilibrer, on sent davantage de coopération entre l'OPEP et d'autres pays producteurs et un ajustement rapide de l'offre, en particulier

pour les formes alternatives de production. Donc structurellement on a du mal à s'attendre à une baisse durable, mais plutôt une remontée à l'horizon 2017 et même nous prévoyons le prix de 80\$ le baril en 2020.

En termes d'impact de la baisse, on voit clairement l'avantage pour les pays consommateurs de pétrole, surtout pour les entreprises qui voient baisser leurs intrants et ont restauré leurs marges (mais aussi pour les consommateurs qui ont immédiatement reporté sur d'autres consommations les bénéfices de la baisse comme on l'a observé aux Etats-Unis) ; maintenant il s'agit de savoir comment les entreprises vont répercuter ce bénéfice entre baisse des prix et investissement et avec quel retard. Ensuite vient la question du potentiel déstabilisant sur l'économie des pays exportateurs. A court terme, l'effet est bénéfique au niveau de l'économie mondiale en redonnant du souffle aux économies consommatrices de pétrole, à très long terme c'est très positif que des rentes diminuent, mais à moyen terme les difficultés pour les pays producteurs peuvent avoir un effet déstabilisant sur l'économie mondiale.

**Xavier Timbeau** : Pour vous résumer, vous voyez un ralentissement de la croissance dans les économies émergentes, ce qui implique moins de demande sur les marchés pétroliers mais l'effet coopération à l'intérieur de l'OPEP l'emporte sur l'effet demande et permet de revenir à un prix du pétrole plus élevé.

**Éric Heyer** : Sur la Chine, vous prévoyez pour 2016-2017, un ralentissement à 6 puis 5 %. Nous nous prévoyons plutôt une croissance de 6,5 %, ce qui impliquerait davantage de demande adressée pour la zone euro. Pour les pays émergents autres que la Chine, nos prévisions ne diffèrent pas beaucoup. Nous avouons que nos prévisions sur l'impact de la Chine sur les économies de la zone euro ou des autres pays développés sont assez frustrées puisque nous considérons seulement le commerce extérieur. Sans doute est-ce assez primaire et insuffisant.

Sur le pétrole nous avons aussi enclenché une hausse à l'horizon de notre prévision. Mais si la baisse du baril semble derrière, il est cependant probable que les bénéfices de cette baisse soient devant nous. Dans une étude récente, publiée dans ce même numéro (Heyer et Hubert, 2015), nous montrons que, quelle que soit la

période, les effets de la baisse sur l'activité interviennent environ un an après la baisse des prix. Lors d'un contre choc pétrolier, les effets ne sont pas à attendre dans l'année, mais l'année suivante. C'est pourquoi nous prévoyons les effets de la baisse du prix du pétrole sur l'année 2016. On a vu le décalage sur l'épargne ou le taux de marge de 3 ou 4 trimestres alors qu'aux États-Unis il est de 1 trimestre. De la même manière il n'y a pas d'asymétrie entre la hausse et la baisse. A l'horizon 2017, on reste dans un soutien du prix du pétrole à l'activité et non un frein.

**Xavier Timbeau** : Un mot sur le risque du Brexit.

**Catherine Mathieu** : Nous avons fait le pari qu'il n'y aurait pas de Brexit. Mais nous présentons dans un encadré de la Revue les estimations des différentes études publiées récemment au Royaume-Uni sur l'impact économique d'un Brexit. Les économistes britanniques ne sont d'ailleurs pas unanimes sur cet impact, qui pourrait être positif selon certaines études, négatifs selon d'autres. Aujourd'hui les sondages sont très partagés au Royaume-Uni: 40 % des sondés pensent voter pour une sortie de l'UE, 40 % pour rester dans l'Union européenne et 20 % sont indécis. Nous pensons cependant que les Britanniques décideront de rester dans l'UE pour des raisons économiques principalement. David Cameron a négocié en février dernier un accord avec les autres pays de l'UE. Cet accord répond aux demandes des Britanniques en matière de souveraineté, de gouvernance économique, de compétitivité, et de restrictions en matière d'immigration. Si le Royaume-Uni décide cependant de sortir de l'UE, l'impact à long terme sur le niveau du PIB britannique serait selon la plupart des études très faible, en moyenne de 2 % du PIB à l'horizon 2030. Mais, à court terme, s'il y a sortie il faudra mettre en place des accords de libre-échange, sur une période qui pourrait durer jusqu'à 2 ans, pendant laquelle les incertitudes pourraient peser sur l'investissement des entreprises, sur le taux de change de la livre... L'impact sur la croissance serait très difficile à chiffrer, mais ce ne serait qu'un effet transitoire.

**Xavier Timbeau** : Reste à savoir si le Brexit ne va pas être une étincelle qui déclenche une panique et une crise financière globale ?

**Christophe Blot** : Sur la question financière, on constate que s'il y a eu de fortes turbulences qui ont entraîné une forte baisse des

cours boursiers depuis l'été dernier, la correction a été de courte durée et les marchés ont depuis effacé une partie des pertes. Il y a cependant une remontée des *spread corporate* aux Etats-Unis. Dans la zone euro, le QE de la BCE joue beaucoup et permet de réduire les *spreads* souverains. Notre prévision n'intègre pas d'ajustement brutal sur les marchés financiers. Il s'agit d'une hypothèse conservatrice. Il faut également ajouter que ces turbulences financières reflètent une volatilité accrue qui peut avoir un impact négatif, dont on n'a pas tenu compte. Il semble encore délicat de mesurer l'impact de l'incertitude sur les décisions d'investissement.

**Xavier Timbeau** : Nous sommes tous confrontés au même problème. Personne n'a annoncé la crise de 2008 !

**Éric Heyer** : Si on entre dans les détails techniques de la construction de notre scénario, en l'absence de variable qui représente ces incertitudes, nous avons introduit des résidus négatifs dans nos équations économétriques : nos résultats intègrent alors un « effet prudent » en lien avec cette incertitude. À cet égard, on n'inscrit pas de baisse du taux d'épargne dans notre scénario contrairement à ce que nous donnerait notre équation spontanément.

**Mathieu Plane** : Nous avons ré-estimé les équations d'investissement pour la plupart des grands pays de la zone euro et anglo-saxons, les indicateurs de volatilité sortent très mal alors que les indicateurs de coût du capital, les taux de marge, l'effet d'accélérateur ou les taux d'utilisation fonctionnent bien. On s'aperçoit que par rapport aux mouvements du passé, les déterminants traditionnels continuent à fonctionner. Les simulations permettent de comprendre les mouvements passés.

**Emmanuel Jessua** : Pour revenir sur le Brexit, à ce stade il est difficile de prédire l'issue du vote. Certes la rationalité économique inciterait les Britanniques à rester dans l'Union, car les pertes seraient assez substantielles pour le Royaume-Uni mais il n'est pas certain que les accords obtenus par Cameron soient le critère décisif pour les votants. Bien sûr l'impact sur le Royaume-Uni sera plus élevé que l'impact sur l'Union, en particulier sur la place financière qui est un élément majeur de l'économie anglaise. Sans compter les conséquences sur la pérennité du Royaume-Uni en tant que tel, on pense à l'Ecosse. L'impact sur l'Union européenne et la zone euro

en particulier est a priori ambigu. D'un côté, un précédent serait créé qui pourrait ouvrir la porte à d'autres départs de l'UE et installer l'idée que l'adhésion n'est pas irréversible (même si les conséquences seraient moindres que dans le cas du départ d'un pays de la zone euro). Sur un versant plus optimiste, l'UE retrouverait sa cohérence, tous les États membres ayant vocation à rejoindre la zone euro, ce qui faciliterait l'approfondissement de la construction européenne et l'amélioration de l'efficacité du fonctionnement de la zone euro.

**Xavier Timbeau :** Dans ce contexte, que doivent faire les Américains, en particulier la Réserve fédérale, si elle est responsable de la politique monétaire mondiale ?

**Nicola Brandt :** Comme vous, nous prévoyons une normalisation très graduelle de la politique monétaire.

## Union européenne

**Xavier Timbeau :** À ce propos, notre discours n'étant pas totalement tranché sur la déflation, qu'en pensez-vous ? Et sur l'indiscipline budgétaire espagnole, faut-il appliquer les règles ou les suspendre momentanément ?

**Nicola Brandt :** Vous dites que la Commission européenne et l'OCDE proposent toujours des politiques structurelles déflationnistes. Cependant dans nos dernières *Perspectives économiques* nous avons parlé à plusieurs reprises de l'impact bénéfique que pourrait avoir un stimulus fiscal coordonné. Nous pensons qu'à l'heure actuelle une politique monétaire accommodante devrait être accompagnée d'un stimulus fiscal et des politiques structurelles susceptibles de soutenir la demande, avec une certaine dérégulation des produits de marché, par exemple. Si vous baissez les barrières à l'entrée, des entrants vont vouloir investir et plus tard embaucher. Il s'agit de réformes structurelles aux conséquences non déflationnistes. Nous faisons bien la différence entre les effets de réformes en bas de cycle, et celles qu'il faut repousser en ce moment. Dans notre dernière Étude économique France, pour vous donner un autre exemple, nous proposons de procéder à une dégressivité des allocations chômage quand la conjoncture sera meilleure, certainement pas en bas de cycle.

De votre côté, vous avez l'air de souhaiter un fort stimulus fiscal, mais j'aurais une question concernant ce sujet. Y-a-t-il une limite à cela ? Comment obtenir l'équilibre des deux impératifs : soutenir la demande et contrôler la dette dans le long terme.

**Emmanuel Jessua :** Pour l'Espagne on anticipe que leur déficit diminue lentement, de 4,7 % en 2015 à 3,6 % en 2017 ; il sera sous les 3 % en 2019. Leur taux de croissance resterait soutenu, à un niveau qui peut nous faire envie (+2,8 % en 2016, 2,3 % en 2017). Il y aura un surcroît de demande, lié à la hausse du RDB des ménages, et leur taux de chômage pourrait descendre à 18,4 en 2017. L'Espagne a réussi à redresser ses déficits courants, elle est en excédent grâce à l'ajustement des salaires. L'enjeu est de retrouver de la compétitivité et de l'excédent commercial dans des secteurs plus haut de gamme sans quoi le chômage ne faiblira pas. Sur l'ensemble de la zone euro, et pour répondre au problème de la déflation, on note une baisse du chômage sur l'ensemble de la zone qui laisse augurer du retour de l'inflation. Nous anticipons ainsi une reprise de l'inflation à +0,3 % en 2016 et +1,2 en 2017, pour atteindre +1,7 % à horizon 2020. Cela ne signifie pas pour autant que les problèmes de la zone euro sont résolus. Le renforcement de la surveillance budgétaire et macroéconomique a permis une diminution des déséquilibres, notamment de balance courante comme on l'a vu avec l'Espagne, mais les déséquilibres restent importants entre pays en déficit et en excédent, que ce soit en flux (solde budgétaire, balance courante) ou en stock (dette, position extérieure nette). Ces divergences persistantes entretiennent une défiance des pays du centre et du nord de l'Europe envers la France et les pays du sud. C'est ici que l'efficacité et la stabilité économiques de la zone achoppent sur un problème politique. Comment coordonner les politiques budgétaires et économiques des Etats membres pour aboutir à un *policy-mix* plus efficace, moins procyclique au niveau agrégé de la zone euro ? On peut évidemment penser à un budget de la zone euro, qui aurait des ressources propres et une capacité d'endettement, afin d'assurer un rôle de stabilisation macroéconomique en cas de choc : mais cette capacité budgétaire de la zone euro entraînerait vraisemblablement des transferts entre Etats membres, ce qui pose la question de son acceptabilité. La convergence entre Etat membres, *via* notamment des réformes structurelles et la discipline budgétaire, est alors



nécessaire à double titre : d'une part pour réduire les déséquilibres internes à la zone euro, d'autre part, de manière plus instrumentale, pour rétablir une confiance avec les pays du centre et du nord de l'Europe indispensable à tout pas en avant vers une mutualisation accrue de ressources comme pourrait l'incarner un budget de la zone euro. Le chemin sera donc encore long pour avoir un véritable « gouvernement économique » de la zone euro, qui est pourtant le niveau pertinent pour envisager la politique budgétaire contra-cyclique. À plus long terme, même si tous les Etats s'astreignent à la même discipline budgétaire et politique économique structurelle, il est peu probable que tous les pays de la zone euro évoluent sur un même sentier de croissance. On pourrait par exemple se retrouver avec un écart durable de PIB par tête entre l'Allemagne et le Portugal. Une mobilité accrue du travail ne suffirait peut-être pas à garantir la soutenabilité socio-économique de la zone euro : des transferts fédéraux (éducation, protection sociale, politique de recherche...), au-delà d'une politique budgétaire stabilisatrice, seraient alors nécessaires à terme, à l'instar de ce que l'on peut trouver dans la plupart des unions monétaires.

**Xavier Timbeau** : Abordons le sujet de la dette et du déficit budgétaire : le schéma d'analyse que nous proposons est de considérer un ratio de dette publique sur PIB fixe à moyen terme et voir ce qui se passe en matière de politique budgétaire, d'évolution de l'inflation, évolution des taux d'intérêt, éventuellement des effets d'hystérèse ; un *output gap* creusé persistant a des effets sur le potentiel de croissance, cela pour faire une analyse des politiques monétaires à l'intérieur d'un point fixe qui est un ratio dette/PIB constant à vingt ans. A ce point-là on peut dire qu'il y a des politiques budgétaires expansives plus souhaitables que des politiques non-expansives, mais en maintenant le ratio dette/PIB.

**Nicola Brandt** : Donc tout le monde maintient son ratio d'aujourd'hui, le Japon aussi par exemple ?

**Xavier Timbeau** : Notre méthode a surtout porté sur l'Europe, mais à partir du moment où on intègre un élément de déflation, on voit bien qu'il faut un arbitrage. Enclencher une inflation à court terme par des réformes structurelles qui pèsent sur l'inflation, et les conséquences sur le déficit à court terme, et accepter un déficit budgétaire mais en échange on s'attend à une fermeture plus rapide de l'écart de croissance et à un effet positif sur la dette. La

difficulté est que le contrefactuel doit être construit à l'horizon de vingt ans, avec les incertitudes que cela induit. Mais à nos yeux c'est le seul moyen de poser le problème, si on ne veut pas augmenter sa dette à court terme, la politique budgétaire est surdéterminée. C'est un des problèmes des règles européennes de définir des trajectoires de dette à court terme.

**Mathieu Plane** : Nous n'avons pas remis en cause le besoin de consolidation budgétaire, mais ce sont les rythmes que nous dénonçons avec leurs effets négatifs. Les politiques européennes traitent de façon déconnectée les réformes structurelles et les questions budgétaires en disant : il faut faire des réformes structurelles qui donnent lieu à des transferts fiscaux massifs, avec des arguments de compétitivité, et en même temps une consolidation budgétaire forte. Ce sont des politiques déflationnistes, au moins sur moyen terme, parce qu'il n'y a pas de compensations de soutien de la demande et surtout des *fiscal stances* dans certains pays qui ne sont pas utilisés. On assiste à une asymétrie entre la nécessité de consolidation budgétaire de certains pays et les marges de manœuvres d'autres pays qui ne sont pas utilisées. On voit bien le problème de coordination des politiques économiques et c'est dans ce sens qu'il est difficile d'analyser la question des réformes structurelles sans prendre en compte dans le même temps les politiques budgétaires.

**Xavier Timbeau** : Et comment on réconcilie les excédents courants de l'Allemagne avec la résorption des déséquilibres de la zone euro et le risque d'appréciation de l'euro dans ce contexte ?

**Nicola Brandt** : Si vous parlez d'un ratio dette/PIB constant dans le long terme, les Allemands vont vous répondre qu'ils sont confrontés à une grande transition démographique qui justifie leur « fiscal stance ».

**Xavier Timbeau** : Il y a deux questions : garder le ratio dette/PIB de l'Espagne et celui de l'Allemagne. Si l'Allemagne avait une politique budgétaire plus expansive et un ratio dette/PIB plus accommodant pour tout le monde, il n'y aurait pas de problème mais l'Allemagne a deux ambitions : réduire son ratio dette/PIB mais aussi celui des autres pays ! Ce qui est une attitude allemande très française !

## France

**Nicola Brandt** : Notre prévision OCDE de croissance du PIB pour la France publié en février est de 1,2 en 2016 et 1,5 pour 2017, sachant que ces prévisions peuvent être corrigées à la hausse pour 2016 selon le rebond au premier et au deuxième trimestre de la consommation, comme vous le prévoyez aussi après la baisse due au terrorisme et au climat tempéré de l'hiver. En revanche nous sommes plus pessimistes que vous en ce qui concerne l'investissement dans le moyen terme. Nous avons vu une forte accélération dans le quatrième trimestre de 2015, mais on se demande s'il ne s'agit pas en partie d'un effet temporaire lié au suramortissement – les entreprises ont simplement avancé quelques-uns de leurs projets d'investissement ; par ailleurs la confiance n'est pas encore rétablie, de plus les derniers indicateurs de court terme ne sont pas tous positifs ; nous sommes moins confiants que vous, au moins pour le scénario de base. On prévoit une politique budgétaire à peu près neutre.

En revanche en ce qui concerne l'investissement des ménages, nous sommes beaucoup plus négatifs que vous et nous aimerions avoir vos précisions sur ce point.

**Emmanuel Jessua** : Nous avons à peu près la même prévision pour 2016 que l'OFCE sur la plupart des postes : consommation, investissement (même si nous prévoyons une baisse de l'investissement des ménages en logement, qui serait compensée par un surcroît d'investissement public en raison du cycle électoral), exportations, importations... D'où provient alors la différence de 0,4 point entre nos prévisions ? : de la variation des stocks. Nous anticipons un déstockage après une accumulation de stocks en 2015, alors que l'OFCE prévoit encore une contribution positive des stocks en 2016. D'où vient cette absence de déstockage ? Par ailleurs les restaurations de marge que nous mentionnons aussi sont liées notamment à des effets exogènes, prix du pétrole, dépréciation de l'euro, dont on ne peut pas jurer de la pérennité. La manière dont les entreprises, encore attentistes, vont répercuter cette amélioration des marges, notamment entre baisse des prix et hausse de l'investissement est encore incertaine.

**Éric Heyer** : Vous avez les mêmes prévisions de croissance pour 2016, mais pour 2017, l'écart est grand. Vous prévoyez un *output gap* qui ne se referme pas.

**Emmanuel Jessua** : Notre *output gap* est très inférieur au vôtre puisque nous retenons une croissance potentielle de 0,8 % sur la période 2010-2015. Ce faible *output gap* est en grande partie résorbé à horizon 2020.

**Xavier Timbeau** : Quel jugement peut-on porter sur les politiques qui ont été conduites en France et que peut-on dire sur le moyen terme en termes d'investissement et de stock ?

**Mathieu Plane** : Sur l'investissement on voit bien que les choses bougent du côté des entreprises et que pour toutes les raisons que l'on a évoquées, l'impact est massif sur les taux de marge (+ 2 point de valeur ajoutée en un an et demi) et ces hausses sont essentiellement sur l'industrie et le secteur exportateur. De plus si l'on regarde en détail la composition de la dynamique de l'investissement des entreprises, ces hausses concernent avant tout les biens d'équipement, l'informatique-communication, en revanche la construction est toujours freinée. Par ailleurs on remarque que l'effet de l'amélioration du taux de marge sur l'investissement est un effet décalé dans le temps.

Par ailleurs, du côté des ménages, le taux d'épargne était plus élevé à la fin 2015 que ce qu'on pouvait attendre, ce qui laisse penser qu'il y a de grosses réserves de croissance. L'épargne totale (ménages, entreprises, administrations publiques) a beaucoup plus augmenté que dans les autres pays au cours des deux dernières années.

Enfin, la mesure des stocks est complexe car il s'agit d'un bouclage comptable et non pas d'une mesure matérielle des stocks. Donc orienter tout le raisonnement de 2016 sur un potentiel déstockage est problématique. D'autant que dans les enquêtes, les industriels déclarent avoir des niveaux de stocks bas, ce qui n'incite pas à inscrire durablement du déstockage. De plus, dans les stocks, une partie de la hausse est liée à l'augmentation des stocks de pétrole raffiné mais surtout il faut distinguer ce qui est importé et stocké en vue d'exportations et le reste ; c'est pourquoi nous sommes prudents en matière de stocks.

**Nicola Brandt** : Ce qui est comptabilisé en stock est toujours destiné à l'international, donc on ne peut pas utiliser cette comptabilité pour changer le calcul de la croissance.

**Xavier Timbeau** : Un mot sur le logement ?

**Pierre Madec** : Dans notre précédente prévision on prévoyait déjà un rétablissement de l'investissement logement des ménages. Nous avons réestimé notre équation qui est assez proche de celle de l'INSEE et nous ne comprenons pas pourquoi l'investissement ne s'est pas rétabli plus tôt. Les déterminants comme le pouvoir d'achat des ménages, l'amélioration sur le marché de l'emploi, ou l'augmentation du nombre de ménages vont plutôt dans le bon sens ; les résultats des enquêtes se rétablissent aussi, tout comme les mises en chantier et les permis de construire, sans doute faut-il attendre encore pour voir l'investissement en logement repartir.

**Xavier Timbeau** : Un mot sur le moyen terme ?

**Emmanuel Jessua** : Nous sommes plutôt prudents, nous anticipons une tendance durable de ralentissement de la productivité : nous ne sommes donc pas en bas de cycle mais sur une tendance de croissance durablement basse. Notre prudence est justifiée par le fait que depuis le début de la crise, on a dû réviser à chaque fois à la baisse notre prévision, tout comme le FMI. Chaque année qui passe voit des gains de productivité durablement faibles. Et c'est une tendance qu'on réplique sur beaucoup de pays de la zone euro. Dans ce contexte, les mesures de politique économique vont dans le bon sens même si à ce stade elles sont lentes à trouver une traduction en amélioration des performances de compétitivité et d'emploi. Les entreprises ont le choix entre investir davantage ou répercuter les gains pour gagner en compétitivité-prix. Pour l'instant, les évolutions dans ces deux domaines sont encore timides. Par ailleurs, nous ne sommes pas certains que le transfert fiscal de 50 à 60 milliards vers les entreprises soit suffisant pour conjurer la menace d'une décélération de la productivité. Des réformes très structurelles, notamment sur la fluidification du marché du travail et l'amélioration de l'efficacité des formations initiale et professionnelle seront cruciales pour améliorer nos performances et assurer la montée en gamme de notre économie.

**Nicola Brandt** : Bien que nous soyons plus pessimistes que vous pour les deux ans à venir, nous pensons aussi que les mesures en faveur des entreprises ont et auront un impact sur l'investissement. De grands problèmes structurels persistent, notamment sur le marché du travail et sur la formation. Malgré les efforts financiers sur les bas salaires, le chômage reste élevé et la rigidité du marché du travail persiste, ce qui se conjugue à un pourcentage très élevé de personnes à faible qualification. En principe le plan de janvier sur la formation de 500 000 chômeurs est une bonne idée à condition de leur offrir une formation de qualité.