

Débats sur les perspectives économiques à court terme du 17 avril 2014 : Banques centrales, dernier rempart contre la déflation

Paola Veroni, Xavier Ragot, Eric Heyer, Xavier Timbeau

▶ **To cite this version:**

Paola Veroni, Xavier Ragot, Eric Heyer, Xavier Timbeau. Débats sur les perspectives économiques à court terme du 17 avril 2014 : Banques centrales, dernier rempart contre la déflation. Revue de l'OFCE, 2014, 135, pp.281-290. 10.3917/reof.135.0281 . hal-03568525

HAL Id: hal-03568525

https://sciencespo.hal.science/hal-03568525

Submitted on 12 Feb 2022

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.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 17 AVRIL 2014

Participants au débat :

Paola Monperrus-Veroni : *Économiste senior zone euro et Italie, Crédit Agricole S.A*

Xavier Ragot : *Chercheur au CNRS et à l'École d'Économie de Paris, Conseiller Scientifique au CGSP (Commissariat Général à la Stratégie et à la Prospective)*

Éric Heyer, Xavier Timbeau : *OFCE*

Xavier Timbeau : Commençons par la conjoncture mondiale ; les prévisions de l'OFCE vous semblent-elles fondées ? Pensez-vous que la zone euro risque de tomber en déflation ?

Paola Monperrus-Veroni : Nous avons un scénario proche du vôtre, il est consensuel et il est difficile de s'écarter du consensus. J'ai noté quelques petites différences, notamment sur la périphérie de la zone euro mais ces différences sont minimes. Concernant votre analyse de l'état de l'économie mondiale, nous sommes plutôt d'accord. Pour répondre à votre question : la zone euro va-t-elle tomber en déflation ? À l'évidence, ce n'est pas notre scénario. Tout le monde craint cette déflation en constatant une reprise assez fragile. Les enchaînements sont carrément déflationnistes. Les écarts de production sont négatifs, le taux de chômage est élevé et va le rester à l'horizon de la prévision, les dynamiques déflationnistes sont déjà à l'œuvre dans la périphérie, même si on corrige tous les effets de base, l'énergie, la consommation alimentaire… et de plus, globalement, au niveau mondial on est sur une trajectoire de baisse tendancielle de la productivité, de ralentissement du monde émergent… La stratégie de sortie de crise des institutions européennes est clairement déflationniste puisque tout le monde

doit gagner de la compétitivité aux dépens des pays voisins ; tous les agents améliorent leur bilan et il en résulte un excédent dans la zone euro et un euro fort qui n'arrange pas la situation, conjugué à une politique monétaire inefficace, les taux sont négatifs en termes réels. Nous craignons tous d'inscrire dans notre scénario un risque élevé, nous avons tous des interrogations sur le rempart constitué par la BCE. Au total nous restons dans un cadre timidement optimiste.

Xavier Ragot : Le sujet de fond est bien celui de la déflation et de l'ajustement en zone euro, qui pèse au niveau mondial. Les conditions d'ajustement dans la zone euro dépendent de l'évolution des coûts de financement, public et privé, et donc de la courbe des taux mondiale dans les années à venir. Les taux d'intérêt réels vont-ils rester bas durablement ? Les gains de la technologie ou du progrès technique décroissent-ils ou une nouvelle vague de technologies va-t-elle venir ? S'ils restent inférieurs au taux de croissance, il n'y a plus de problème de dette publique dans dix ans parce que le rendement de la croissance va permettre de rembourser l'intérêt des dettes. Et si on pense que les taux d'intérêt vont rester durablement bas, on peut aussi avancer l'idée que c'est le moment de relancer l'investissement public. C'est intéressant de remarquer que même le FMI suggère aujourd'hui aux pays excédentaires, typiquement l'Allemagne, de lancer l'investissement public. Cela permettra de rééquilibrer les déséquilibres européens et de profiter des taux d'intérêt bas, les marchés ayant une appétence pour la dette publique, allemande notamment. Le débat énoncé par Larry Summers et repris par Oliver Blanchard prévoit des taux faibles pendant très longtemps, inférieurs au taux de croissance de l'économie – ce qui doit rassurer Thomas Piketty sur l'évolution des inégalités. Il existe beaucoup de manières de canaliser l'épargne nationale vers les dettes nationales pour absorber les dettes publiques (réforme de l'assurance-vie…). Tous ces éléments vont aller dans le sens de taux d'intérêt faibles qui vont changer beaucoup de choses.

Xavier Timbeau : Deux points sont importants : 1) les taux réels vont augmenter par la déflation et 2) la croissance sera moins forte que les taux réels. Les agents économiques épargnent, cherchent la sécurité et l'addition de ces comportements induit peu d'investissement, une croissance faible, même plus faible que les taux d'intérêt pourtant bas. Le sous-investissement induit le ralentissement de la

compétitivité, de la croissance de la productivité et, dans ce schéma, les taux d'intérêt réels peuvent être supérieurs à la croissance avec le maintien des pressions déflationnistes par le marché du travail. Summers dit lui-même que pour s'en sortir il faut renoncer à rembourser la dette publique, belle idée mais peu populaire.

Xavier Ragot : J'avoue que je ne comprends pas très bien le problème de la stagnation séculaire. Il y a un excès de l'épargne mondiale, la question est : où va-t-elle, où s'investit-elle ? Avons-nous un problème de mauvaise allocation du capital (c'était le cas avec l'immobilier). Cela change le focus : comment se fait l'allocation du capital au niveau mondial et au niveau européen ? Certains diront qu'il est optimal que l'investissement européen se fasse en Allemagne, du fait de sa puissance industrielle. Personnellement, je ne le pense pas. Il me semble que le problème de sous-investissement en France et dans les pays du Sud est un problème de surévaluation du taux de change intra-européen structurel qui pèse sur l'activité, j'y reviendrai. Par ailleurs je ne crois pas qu'il y ait un risque de déflation aux États-Unis. Les taux d'intérêt sont faibles, l'activité se maintient et en Chine le risque est différent : il s'agit plutôt d'instabilité financière, de bulle immobilière. Somme toute, il faut bien distinguer le problème de la consolidation européenne de la dynamique mondiale. La trappe à sous-activité que décrit Xavier Timbeau est typiquement européenne et pas mondiale. C'est le résultat des difficultés de l'Europe, plus précisément de la France, de l'Espagne et de l'Italie au niveau européen et du pouvoir du pays le plus puissant par ses exportations, l'Allemagne. Ce pays est un des premiers du monde aujourd'hui en termes de capacités à exporter. L'asymétrie des rapports de force est très défavorable à la zone euro. Par ailleurs le *policy mix* américain rend assez confiant comparé au *policy mix* européen qui inquiète.

Paola Monperrus-Veroni : Je suis assez d'accord sur la confiance, mais en même temps, si on regarde la performance des États-Unis, nous sommes encore en deçà des objectifs de la Fed et les États-Unis sont toujours sous perfusion monétaire exceptionnelle. Tout le monde fait le pari d'une sortie bien gérée mais des interrogations persistent sur la capacité de réaction de l'économie américaine une fois cette perfusion terminée, d'autant plus que si on examine par quoi est tirée la croissance américaine, ce sont surtout des effets de richesse, c'est moins une progression des

revenus. La question aussi se pose au Japon qui peine à relancer l'inflation en termes monétaires et budgétaires ; la boucle prix-salaires ne se met pas en place. La soutenabilité à l'horizon de notre prévision de la croissance connue en 2013 et 2014 au Japon ne peut être prolongée en 2015 sans une dose supplémentaire d'assouplissement monétaire mais aussi de relance budgétaire.

Je suis d'accord avec vous sur l'analyse de la situation européenne, quant à la question sur où va l'investissement mondial, il est allé là où ses rendements diminuent, dans les pays émergents qui sont devenus moins productifs.

Xavier Timbeau : L'hypothèse du découplage des pays émergents a-t-elle vécue ?

Xavier Ragot : Il existe différents types d'émergents. En Chine l'évolution des excédents a été freinée très rapidement, on a le sentiment que les Chinois sont en train d'essayer de construire une demande interne autonome en réformant le marché du travail, l'accès au logement pour les classes moyennes. À chaque fois des excès apparaissent, des bulles immobilières, du crédit… dont on prédit les pires explosions depuis 10 ans. Mais à chaque fois des politiques macroéconomiques sont menées qui rétablissent les équilibres. Je pense qu'en Chine et en zone Asie nous assisterons à un recentrage régional dont malheureusement la France ne profitera pas et qui profitera aux pays les plus exportateurs.

Paola Monperrus-Veroni : Effectivement le maintien d'une croissance de moyen terme à 7 % en Chine paraît difficile, notamment à cause de l'évolution démographique. Nous n'écartons pas le risque d'un retournement majeur mais il semble peu probable car des marges de manœuvre existent bien. Si les autorités arrivent à bien gérer les excès du secteur financier, les réserves sont suffisantes pour recapitaliser.

Mais on peut aussi assister à une cumulation de risques au même moment, par exemple une baisse massive des prix des actifs avec un ajustement côté promotion immobilière et un autre ajustement du côté des administrations locales. Il faudrait alors hiérarchiser les ajustements afin d'éviter un impact important.

Sur d'autres émergents on a le sentiment qu'ils n'ont pas su profiter de la manne des dernières années, ils n'ont pas démocratisé afin de développer une classe moyenne, ils n'ont pas su faire la

transition vers une demande intérieure au moment où les capitaux étaient bon marché. Il est plus difficile aujourd'hui avec un moindre risque européen et une réappréciation du risque émergent d'engager ces réformes. Je parle là surtout du Brésil, de la Russie, de la Turquie.

Xavier Timbeau : Peut-on faire baisser un taux de change ? Même si l'on est Européen ? L'euro est-il trop fort ? Les injonctions faites à la BCE pour faire baisser l'euro sont-elles possibles ?

Xavier Ragot : Si je me mets dans la peau d'un banquier central conservateur, globalement il n'y a pas de problème de balance commerciale sur la zone euro et donc pas de problème de taux de change. Le problème est donc intra-européen. Il me semble que la France est surévaluée par rapport à l'Allemagne de 15 %. Malheureusement, cet aspect de la divergence européenne n'est pas assez discuté en France, mais il est crucial pour les politiques nationales. Il faudrait déprécier l'euro pour avantager les pays du Sud, et l'Allemagne en profiterait aussi, et aurait à gérer une surchauffe économique. Il ne faut donc pas considérer les moyennes européennes et se concentrer sur la façon la moins coûteuse de faciliter la convergence européenne.

Paola Monperrus-Veroni : Sur l'inflation : l'inflation allemande reflète-elle vraiment sa situation de croissance et de compétitivité ? Nous sommes dans une phase d'ajustement massif, il faut quand même bien des objectifs communs, se donner un programme d'accompagnement par le taux de change est peut être une bonne chose, comme d'autres zones l'ont fait. Ces zones ont aussi mis la politique monétaire au service de cet objectif. Faire les frais de tous ces ajustements mondiaux n'est pas se voiler la face dans la conjoncture actuelle très difficile.

Xavier Ragot : Il faut trouver le moyen d'accepter un point supplémentaire d'inflation en Allemagne par rapport à la France. Aujourd'hui, pour de nombreux pays un point en moins d'inflation les plonge dans la déflation : le coût social est colossal et complètement asymétrique. Ce problème d'asymétrie intra-européenne était déjà évoqué par Krugman dans les années 1990. Un *quantitative easing* de la BCE serait utile mais il ne faut surestimer l'efficacité de la politique monétaire pour augmenter le PIB ou même l'inflation.

Xavier Timbeau : Le graphique page 23 de notre prévision met en rapport le taux de chômage en zone euro avec l'évolution des salaires réels. La corrélation est élevée et on voit aujourd'hui en Espagne un ajustement annuel de l'ordre de 3 points, à la baisse par rapport à l'Allemagne. De même entre la France et l'Allemagne, le processus est très lent. L'écart ne peut que s'accentuer. L'ajustement interne est en train de se produire, à l'exception de la France, assez rapidement. Le problème est de savoir comment faire pour l'arrêter plutôt que de l'accentuer. Cet écart de trois points en termes de salaire réel, de coût du travail entre l'Allemagne et l'Espagne dure le temps qu'il y a 25 % de chômage en Espagne, cela signifie 10-15 ans et que l'Espagne va gagner 30 points de compétitivité sur l'Allemagne. L'Espagne va entraîner tout le monde dans la déflation dans laquelle les dettes privées et publiques seront réévaluées en termes réels, dans laquelle on s'enfermera. Une politique de change pourrait accompagner ce processus pour le rendre moins douloureux ; un peu plus de demande interne en Europe permettrait de jouer sur le taux de change et de « reflater » un peu l'Allemagne. La question aujourd'hui est plutôt d'accompagner ce processus, ce serait moins violent que dans le schéma où nous sommes à taux de change variable.

Xavier Ragot : C'est juste et tout ce qui diminue le coût de l'ajustement est bénéfique, l'inflation, le taux de change, … il faut le faire. Mais la question est de savoir quelle est l'ampleur de l'ajustement nécessaire, a-t-il vraiment lieu dans les pays et comment se fait-il en termes nominaux. Par exemple au Portugal les salaires nominaux baissent très peu, la baisse des salaires passe par le chômage. Si jamais la zone euro éclate, quel sera pour l'Espagne le taux de change d'équilibre par rapport à l'Allemagne ? D'après certains calculs, l'Espagne pourrait dévaluer de plus de 50 % par rapport à l'Allemagne, de l'ordre de 20 % pour la France. En Espagne les taux de marge ont augmenté très fortement. En effet, les salaires ont diminué drastiquement et les prix sont restés fixes. La question est de savoir où va le profit. Grâce à cela l'Espagne attire les investissements internationaux, ce qui améliore les comptes extérieurs mais cet ajustement n'était pas anticipé ! Dans ce sens il se peut que l'ajustement macroéconomique soit plus rapide que prévu mais avec un coût social très important. En Italie on voit mal l'ajustement, ce pays a une très belle industrie, le problème est sa

dette publique ; on voit mal comment l'ajustement va se faire. C'est en France que le problème de l'ajustement persiste.

Paola Monperrus-Veroni : Sur l'Italie, si on regarde les variations du taux de change, il s'est stabilisé, la compétitivité italienne n'était pas si dégradée, les parts de marché aussi sont stables. L'érosion a été stoppée grâce à des montées en gamme, à des positionnements à l'allemande. Mais en Italie la réorientation nécessaire de l'activité et de l'emploi vers le secteur industriel sera moindre car les destructions ont été plus modérées qu'en Espagne. Les ajustements en termes de prix relatifs sont moins nécessaires.

Xavier Timbeau : Quel sera selon vous l'impact de l'introduction du salaire minimum en Allemagne ?

Paola Monperrus-Veroni : Cela va sans doute éroder un peu la profitabilité des entreprises allemandes à un moment où on assiste à un ralentissement des marchés émergents porteurs pour l'Allemagne ; mais en même temps les taux de marge sont suffisamment élevés.

Xavier Timbeau : Passons à la France, est-ce le pays le plus malade de la zone euro ?

Xavier Ragot : Le cœur du débat est celui de la croissance potentielle. Il y a deux positions, celle des optimistes et celle des pessimistes. Sur ce sujet vous faites dans le consensus, et plutôt sur la partie un peu optimiste. Votre croissance potentielle entraîne un *output gap* très élevé et si ce dernier est élevé sans croissance, c'est la demande qui explique la morosité de l'activité économique. Et c'est cohérent avec des multiplicateurs élevés. Mais la question préalable est quelle est la croissance potentielle française et la marche d'escalier spectaculaire avec la croissance effective va-t-elle se résorber ? En regardant les crises dans les pays en voie de développement, ces pays n'ont jamais restauré la marge. Pour avoir une vision juste, il faut regarder l'état du stock de capital industriel. On voit qu'aujourd'hui la valeur financière nette des entreprises françaises est stable. Il faudrait regarder les valeurs financières brutes, le bilan de toutes les entreprises à l'actif et au passif. L'endettement des entreprises françaises a augmenté de près de plus de 60 % entre 2005 et aujourd'hui ; ce phénomène a été caché par des fonds propres qui ont un peu augmenté et l'actif qui a aussi augmenté.

Mais dans cet actif on observe beaucoup d'immobilier, et on voit que l'investissement en termes nominal a augmenté mais tiré par le secteur de la construction. La meilleure façon de restaurer la compétitivité française est de faire baisser le prix de l'immobilier. Donc la question importante est de savoir où nous en sommes du stock de capital des entreprises. On aura alors une indication de la croissance potentielle. Je pense qu'on sous-estime le retard du tissu productif français (nombre de robots, …) et l'hétérogénéité dans les territoires. Je suis donc plus pessimiste que vous sur la croissance potentielle française.

Paola Monperrus-Veroni : Oui mais il faut aussi tenir compte des effets de structure, nous sommes plus orientés vers les services. Je vois moins grande en France la marche d'escalier entre le PIB potentiel et le PIB effectif puisqu'il y a eu moins de destruction humaine et de capital physique, moins de défaillances, de fermetures d'entreprises, la crise a pu être mieux amortie. Dans nos prévisions, la croissance potentielle est à 1,6, pas très éloignée, nous avons aussi une croissance de 1,5 à l'horizon 2015.

Éric Heyer : Je ne crois pas que l'on soit optimiste sur la croissance potentielle. Il faut au préalable distinguer la croissance potentielle et le niveau de la production potentielle. Sur le niveau de la production, nous ne savons pas évaluer la hauteur de la marche d'escalier due à la crise économique. Mais pour nous l'écart est tel qu'on restera avec un *output gap* négatif compris entre 3 et 7 points de PIB. Par conséquent, à court terme, cela n'a aucune incidence sur notre prévision : il existe à l'horizon de 2 ans un supplément de croissance lié au phénomène de rattrapage et de fermeture de l'*output gap*. En ce qui concerne la croissance potentielle, le calcul est simple puisqu'elle dépend de la croissance de la population et de la productivité du travail. Notre question est donc quelle est l'augmentation de la population et celle de la productivité ? C'est sur cette dernière question que divergent les points de vue : certains pensent qu'elle est nulle, nous non. Il ressort de notre équation d'emploi une croissance de 0,9 % de la tendance de productivité depuis le début de la crise. Ce chiffre est compatible avec ce que nous disent les chefs d'entreprises dans les enquêtes de conjoncture de l'INSEE : le résidu de notre équation correspond aux enquêtes.

Xavier Timbeau : Autant le débat sur le rythme est spéculatif, calculé sur la croissance de la population active, la productivité, … autant la question de la marche est importante. C'est un paramètre essentiel pour l'ajustement budgétaire, pour 2017.

Xavier Ragot : Sur le tissu productif, la France compte seulement 200 grandes entreprises qui font 60 % de R&D privé (y compris le crédit impôt-recherche) et 50 % des exportations. Si 10 entreprises quittent la France, le résultat est macroéconomique et plus industriel. C'est la grande différence avec l'Italie et le Mittlestand allemand.

Xavier Timbeau : À un détail près que les grandes entreprises ne s'effondrent pas d'un coup ou ne délocalisent pas entièrement. Elles peuvent devenir de moins grandes entreprises.

Xavier Ragot : C'est juste, ces grandes entreprises sont des conglomérats d'activité. Cependant, il ne faut pas sous-estimer la destruction du capital humain et organisationnel en cas de défaillance.

Xavier Timbeau : Si on parlait des questions budgétaires.

Xavier Ragot : L'ajustement a été très rapide en France, essentiellement par une hausse massive des impôts, ce qui n'était pas justifié par la situation économique de la France. La question du rythme de consolidation budgétaire est malheureusement rendue confuse du fait de règles qui ont peu de sens économique, comme les 3 %, et de négociations européennes d'ordre plus diplomatique qu'économique. Certains pays ont réalisé des efforts importants comme l'Espagne ou le Portugal. Il est diplomatiquement malaisé de ne pas demander aux autres pays de faire les efforts auxquels il se sont engagés, même si ces efforts ont peu de justification économique. En l'absence de débat général, cela donnerait l'impression qu'il y a deux mesures dans l'application des règles européennes. Pour éviter cela, et permettre un ajustement nécessaire mais plus progressif, il faut une discussion générale sur les rythmes de consolidation budgétaire en Europe.

Paola Monperrus-Veroni : Il existe pourtant des raisons macroéconomiques dans le sens où ce sont des gages donnés aux décideurs allemands en échange d'assouplissements à venir sur le front monétaire. Effectivement derrière tout cela il y a le projet européen qu'on voudrait bien faire avancer car l'organisation institutionnelle n'est pas bonne.

Xavier Ragot : Le gouvernement n'a pas choisi d'objectiver le problème français, il a préféré rester optimiste, sur l'évolution du chômage par exemple. Il me semble que les efforts auraient été mieux compris et peut-être mieux répartis si une présentation lucide des problèmes de l'économie française et européenne avait eu lieu.

Éric Heyer : En 2012, les experts, plus que les politiques, prônaient l'austérité, les multiplicateurs étaient jugés faibles, à 0,5 dans la littérature de l'époque (FMI, OCDE, etc.). Nous nous les évaluions à 1,5 ou 2. En janvier 2013, FMI et OCDE ont fait leur *mea culpa*.

Xavier Ragot : Aujourd'hui un keynésianisme honteux se développe, il faut revisiter la période précédente pour repartir sur des bases saines. Pourquoi les économistes américains sont-ils toujours beaucoup plus lucides que les économistes européens, en particulier sur les impacts des multiplicateurs ?

Éric Heyer : Je trouve encore plus paradoxal de faire un projet de Loi de finance rectificative maintenant et d'y rajouter encore de l'austérité pour parvenir à des objectifs de déficit.Persévérer encore aujourd'hui est très étonnant.

Xavier Timbeau : Si on parvient aux 3 % en 2015, ensuite 2016 et 2017 sont totalement libres, ce sera *open déficit* ! C'est un cycle électoral combiné à la politique européenne.

Xavier Ragot : Économiquement ce n'est pas optimal, mais on sent que politiquement c'est défendable !

Achevé de rédiger en France
Dépôt légal : mai 2014
Directeurs de la Publication : Jean-Luc Gaffard et Henri Sterdyniak
Publié par les Éditions du Net SAS 92800 Puteaux

Réalisation, composition : Najette Mourmmi