HAL
open science

Débat sur les perspectives à court terme du 20 octobre 2000

Christian de Boissieu, Guy Longueville, Jean-Paul Fitoussi, Philippe Sigogne, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

To cite this version:

Christian de Boissieu, Guy Longueville, Jean-Paul Fitoussi, Philippe Sigogne, Henri Sterdyniak, et al.. Débat sur les perspectives à court terme du 20 octobre 2000. Revue de l'OFCE, 2000, 75, pp.151 - 164. 10.3406/ofce.2000.1630 . hal-03458512

HAL Id: hal-03458512

https://sciencespo.hal.science/hal-03458512v1

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Débat sur les perspectives

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.

Jean-Paul FITOUSSI

Participants au débat sur les perspectives à court terme du 20 octobre 2000

Christian de Boissieu : COE-CCIP

Guy Longueville : BNP-Paribas

Jean-Paul Fitoussi, Philippe Sigogne, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau : OFCE

L'économie mondiale

Guy Longueville : Au vu des indicateurs aujourd'hui disponibles, la prévision de croissance de l'OFCE me semble réaliste pour l'économie mondiale mais en revanche, un peu haute pour l'économie française 2000. Au second semestre 2001, l'économie mondiale ralentit : l'indicateur avancé des pays du G7 s'est retourné récemment, le commerce mondial est moins dynamique, le prélèvement pétrolier est sensible, l'économie américaine décélère, l'économie japonaise tarde à décoller et les Bourses mondiales sont en recul. Il s'agit donc de voir si ce ralentissement n'est que passager. De solides raisons, largement développées dans le texte de l'OFCE, permettent d'envisager une réaccélération en 2001, États-Unis excepté bien sûr. Je ferai quelques commentaires sur certaines hypothèses développées dans le scénario de l'OFCE.

En ce qui concerne **le prix du pétrole**, la prévision de l'OFCE est prudemment conservatrice. Toutefois, les estimations de stocks pétroliers réalisées par l'AIE (Agence internationale de l'énergie) manquent de fiabilité. Si le niveau de stocks de l'été dernier avait été sous-estimé, ce qui est probable, une baisse assez sensible du prix serait possible dès janvier-février. Il existe donc un biais baissier sur le prix du pétrole par rapport à une prévision centrale naturellement prudente. Par ailleurs, le risque d'une hausse du prix du pétrole consécutive au conflit israélo-palestinien me paraît faible.

Pour les **États-Unis**, doit-on prévoir un *soft landing* comme les données récentes le suggèrent ou un scénario plus tranché ? Nous devons à cet égard rester prudents. Ce n'est pas parce qu'un ralentissement économique s'est initié durant l'été dans un contexte d'ajustement boursier graduel et sélectif – donc sans krach préalable – que le scénario du *soft landing* est acquis. Jusqu'à présent, la croissance américaine a été soutenue par une profitabilité élevée des entreprises, justifiant, grâce à l'effet de levier, un ratio de dette sur fonds propres élevé et croissant (ce dernier a progressé sous l'effet du recours important à l'endettement bancaire et obligataire et de

rachats massifs d'actions par les entreprises) . Cette profitabilité a donc favorisé – directement ou indirectement – la forte progression des dépenses en capital des entreprises.

Le ralentissement économique en cours peut, au bout de quelques mois, rompre cet équilibre dynamique fragile. Fléchissement du chiffre d'affaires d'une part, hausse du coût salarial unitaire d'autre part sous l'effet du cycle de productivité, diminueraient la rentabilité. La hausse des primes de risque constatée récemment renchérit déjà le coût de l'emprunt. Avec un retournement de l'effet de levier, les entreprises pourraient — du moins dans certains secteurs — vouloir améliorer leurs structures de bilan et freiner fortement leurs dépenses d'investissement et de stockage. Elles renonceraient aux rachats d'actions. La Bourse pâtirait d'une telle évolution. Ce scénario conduirait à un ralentissement économique plus sévère que celui qui est généralement anticipé aujourd'hui, voire à une récession. Au total, au lieu d'un enchaînement krach boursier-fort ralentissement/ récession qui ne s'est pas produit, un enchaînement ralentissement/ retournement de l'effet de levier-fort ralentissement/récession reste possible (dans le contexte actuel de bilans dégradés et de structure de financement du secteur privé malsaine).

Ce scénario représente une évolution alternative crédible au *soft landing* envisagé par l'OFCE, et que je retiendrai de même comme scénario central. N'oublions pas que, en cas de fort ralentissement, les marges de soutien de l'activité par la politique monétaire, budgétaire et de change, sont probablement les plus importantes de ces trente dernières années.

En ce qui concerne le **Japon**, le relais de la demande publique par la demande interne privée est loin d'être acquis, comme l'indique la prévision OFCE. Mais je ne partage pas le point de vue de l'OFCE sur le fait que la reprise en **Asie hors Japon** est assurée : les structures de bilan des banques et surtout des entreprises gardent la trace du surinvestissement des années 1990-1996, alors qu'apparaissent déjà des signes de surchauffe dans certains pays d'Asie de l'Est. Un nouveau cycle a bien été enclenché mais sans régler les problèmes de bilan du cycle précédent. Je suis donc plus réservé sur la solidité de la reprise, même si la situation diffère suivant les pays.

Pour **l'Europe,** la question des délais de réaction aux changements d'environnement me paraît importante pour la prévision. L'Europe fait face à plusieurs changements de son environnement, décrits dans le texte de l'OFCE: la hausse des taux d'intérêt de 200-250 points de base depuis un an, le choc pétrolier et l'inflexion de la politique budgétaire, devenue expansive depuis 2000 alors qu'elle était restrictive les années précédentes. Les prévisions OFCE expliquent que ces facteurs d'environnement sont défavorables en 2000 (excepté la politique budgétaire) et deviendront favorables en 2001 : la croissance pourra

donc s'accélérer. De mon point de vue, la prévision OFCE sous-estime les délais de réaction des facteurs défavorables. La hausse des taux monétaires de 1999-2000 continuera de peser légèrement sur la croissance en 2001. Le prélèvement pétrolier de 2000 continuera de peser sur la demande des ménages et des entreprises en 2001.

Au total, il n'est pas évident que ces trois facteurs d'environnement puissent globalement exercer des effets favorables dès 2001.

Christian de Boissieu : Je suis en accord avec l'essentiel des hypothèses internationales de l'OFCE. En particulier sur le scénario de réduction de la **bulle pétrolière** : au cours actuel de 35 dollars le baril, on peut estimer qu'il y a 7-8 dollars de composante spéculative. Celle-ci peut se gommer, ce qui conduit à une hypothèse réaliste de 25 dollars, le prix « normal ».

Le début de convergence des signes de ralentissement de **l'économie américaine** date de mai-juin 2000, même si ceux-ci n'étaient pas homogènes : des signes sur l'emploi sont d'abord apparus, laissant croire que le *soft landing* s'amorçait, puis l'emploi s'est de nouveau accru, infirmant cette hypothèse. Nous avons actuellement davantage d'indicateurs convergents, mais nous sommes toujours dans un contexte de signaux contradictoires. Cependant, la proportion de signaux conduisant au *soft landing* augmente. Où va-t-on? L'ensemble du texte de l'OFCE, sur les États-Unis ou l'Europe, pose la vraie question des grandeurs de référence : où se situe la croissance potentielle, où se situe le NAIRU?

La vitesse d'ajustement des estimations du NAIRU américain est frappante. Certains considéraient encore il y a deux ans que les effets de la nouvelle économie étaient surestimés et que le NAIRU se situait à 5,5 ou 6 % ; les mêmes ont changé rapidement de discours et l'évaluent à 4 % actuellement; la croissance potentielle, estimée alors à 2,5-3 %, est revue à 4 %.

Les travaux économétriques donnent des évaluations. Mais la difficulté est de définir comment les grandeurs de référence s'ajustent de façon endogène. Comment varie le NAIRU? Comment agit, en sens inverse, le phénomène décrit dans les années 1980 et 1990 d'hystérèse du marché du travail, qui accroissait en Europe continentale le NAIRU?

Intuitivement, je crois que la croissance potentielle américaine est autour de 3,5 % et que le NAIRU est au-dessus du taux de chômage effectif actuel de 3,9 %. D'où les interrogations sur les cercles vertueux associés à la nouvelle économie et la projection de ce débat dans le contexte européen : l'Europe pourra-t-elle bénéficier d'un même cercle vertueux, où le fait que le taux de chômage soit inférieur au NAIRU ne provoque pas la catastrophe attendue grâce aux gains de productivité? Vous soulignez à juste titre qu'actuellement il n'y a

pas d'enclenchement de la boucle prix-salaires dans le contexte européen (et français). Ainsi, les décalages de cycles États-Unis / Europe s'accompagnent de décalages de débats. La nouvelle économie est en Europe, mais les conséquences de la nouvelle économie sur le relèvement de la productivité du travail sont encore peu présentes. A l'inverse, aux États-Unis, le paradoxe de Solow est levé depuis 1995-1996.

Je suis également d'accord sur le scénario de **correction boursière** adopté par l'OFCE. Les conditions d'un krach ne sont pas réunies : il faudrait à la fois de fortes tensions inflationnistes (mais elles sont pour l'essentiel derrière nous), des mouvements importants sur les taux d'intérêt (et je pense comme l'OFCE qu'il sont aussi derrière nous, tant du côté américain qu'européen), et des effets de courbe de taux où la hausse des taux courts se répercute sur les taux longs (comme en 1987). Donc un krach style 1987 est peu probable. En revanche, on peut avoir une succession de corrections, entrecoupées de rebonds, avec en toile de fond le débat sur la volatilité.

Le texte de l'OFCE pose le problème mais ne développe pas suffisamment l'analyse des conséquences d'une forte volatilité.

Par exemple, sur la question des taux longs et des *spreads*, il faut aujourd'hui analyser ce qui se passe du côté de la courbe privée et non pas du côté des bons du Trésor et des obligations d'État, dont les taux sont perturbés aux États-Unis par la politique de rachat. La courbe des taux longs privés me paraît servir de canal de transmission principal du *policy mix*. La recherche de la qualité, voire de la liquidité, sera centrale : on enregistrera des corrections molles, mais dont certains effets seront ceux d'un krach brutal. La question des *spreads* de signature sera centrale au plan américain, japonais, mais aussi européen : la suppression du risque de change intra-zone euro, par un phénomène de vases communicants, amène certains investisseurs à mieux valoriser le risque de signature.

L'OFCE explique essentiellement la baisse de l'**euro** par le différentiel de croissance, auquel s'ajoutent d'autres facteurs, difficiles à pondérer : importance des flux d'investissements directs européens vers les États-Unis, facteurs politiques et institutionnels (carences de l'Europe), qui ne sont évoqués qu'entre les lignes.

Sur le ***policy mix* européen**, l'OFCE me paraît optimiste sur le calendrier de la baisse des taux. Depuis le second semestre 1998 (puisque la BCE existe de fait depuis le 1er juillet 1998, avant même la création de l'euro), on vit dans un jeu non coopératif entre les politiques budgétaires et la politique monétaire, qui s'apparente à un dilemme du prisonnier, où chacune des composantes, attendant le pire de l'autre, adopte un comportement de prudence. C'est le cas de la hausse récente des taux d'intérêt : la Banque centrale européenne

estime que les politiques budgétaires sont trop laxistes et élève ses taux, tandis que les gouvernements ont tendance à assouplir plus que de mesure les politiques budgétaires, qui se révèlent alors « procycliques » selon vos propres termes, et peut-être même excessivement. Si cette hypothèse est vraie, on ne peut entrevoir de baisse des taux en Europe à l'horizon de la prévision, comme le fait l'OFCE.

Jean-Paul Fitoussi : Sur l'**euro**, chacun a son histoire, qui contient une contradiction interne. On souligne ainsi le différentiel de croissance entre l'Europe et les États-Unis, mais *quid* de celui entre l'Europe et le Japon ? Pourquoi le yen s'apprécie-t-il vis-à-vis de l'euro ? L'évolution du *policy mix* européen, en principe, est un *deus ex machina* pour faire apprécier l'euro : la politique monétaire se durcit, alors que la politique budgétaire s'assouplit. Ce sont les hypothèses théoriques idéales pour l'appréciation d'une monnaie.

Philippe Sigogne : Les ***spreads* américains** jouent effectivement un rôle important aujourd'hui, et sont un indicateur de pré-récession. Certes, échaudés par la situation de 1998, nous disons que la FED dispose de suffisamment de moyens pour réagir en détendant les taux d'intérêt, et éviter ainsi que ce signal de dégradation de l'investissement évolue trop négativement. Mais il y a effectivement un problème de surendettement privé, masqué par les discours sur la bonne rentabilité du capital ; or, si celle-ci reste globalement satisfaisante, il existe des endroits où il n'y a plus de crédit et d'obligations distribuées, ce qui est préoccupant.

Sur le **pétrole**, il est vrai que le prix d'équilibre n'est pas de 25 dollars, et reste en deçà de 20 dollars; mais lorsque l'on a des tensions sur les capacités de production et que les producteurs marginaux mettent du temps à se manifester, on court toujours le risque que les producteurs coupent leur production à partir du moment où les marchés se rendent compte que les stocks se sont renforcés. C'est pourquoi nous ne retenons pas tout de suite le retour à un niveau de prix d'équilibre, hypothèse que nous avions adoptée lors de la précédente prévision et qui s'est révélée erronée. Nous n'avons pas voulu faire la même erreur cette fois-ci. D'autre part, l'analyse des stocks nous a montré qu'il y a une divergence totale entre ce qui est dit par l'AIE pour l'ensemble du monde et ce qui est déclaré au niveau de l'OCDE.

En ce qui concerne l'**euro**, on n'a pas réécrit les analyses développées antérieurement, et qui sous-tendent l'évolution anticipée des changes. Le différentiel de croissance est l'élément déterminant à court terme : une monnaie n'est forte que si elle peut soutenir des taux d'intérêt plus élevés, dans le présent et, dans l'anticipation des marchés, à un horizon plus lointain. Ceci recouvre un champ d'analyse qui va jusqu'à celui des déséquilibres des balances de base. Un pays dont la croissance est forte et se poursuivra puisque la rentabilité y est

meilleure qu'ailleurs, voit les capitaux entrer et couvrir les déséquilibres commerciaux.

On ne s'écarte pas de ce schéma au **Japon**, mais la mobilité du capital y est imparfaite; certains investisseurs préfèrent certes investir aux États-Unis, mais des comportements timorés conduisent à préférer des titres publics et à éviter ainsi des risques de change. Le système financier japonais n'est pas suffisamment rétabli pour prendre des risques, si bien qu'il n'a pas le comportement naturel qu'on pourrait lui prêter. L'excédent courant très important — lié au fait que la rentabilité du capital est mauvaise au Japon et donc l'investissement freiné — n'est pas recyclé, parce que le système financier n'a ni la capacité ni l'audace de le faire. Le fait que l'attrait d'une rémunération meilleure dirige les mouvements de capitaux, reste vrai. Mais aujourd'hui ce phénomène reste bloqué au Japon. L'introduction de firmes de courtage américaines au Japon va, à terme, faciliter ce recyclage, car elles ont les moyens financiers de supporter des risques de change. Jusqu'à présent, la dépréciation du yen que l'on aurait dû normalement connaître, ne se produit pas à cause de ce comportement frileux du système financier japonais.

Jean-Paul Fitoussi : On aboutit à deux monnaies qui s'apprécient relativement à l'euro, dont l'une est caractérisée par un déficit massif et par une croissance très forte, et l'autre par un excédent massif et une quasi-stagnation.

Henri Sterdyniak : La **politique budgétaire** en Europe apparaît procyclique actuellement. Le problème n'est pas la politique actuelle mais celle menée il y a quelques années, également procyclique, trop restrictive en période de chute d'activité. Désormais, certains pays engrangent spontanément des excédents potentiels importants grâce à la croissance, voient leur dette publique se réduire relativement au PIB et baissent les impôts. Ce n'est pas une dérive des politiques budgétaires qui justifierait un scénario de « poule mouillée » entre la politique monétaire et les politiques budgétaires, puisque jusqu'à présent la baisse des impôts renforce la croissance et n'a pas d'effet inflationniste. Hormis l'Allemagne et les Pays-Bas, les pays européens sont très sages en matière d'impulsion budgétaire. Les dépenses restent modérées. Il y a donc un problème de communication. L'euro pâtit du fait que les politiques monétaires se font sous la surveillance de marchés, de rumeurs et de conventions. Il ne faut pas, par conséquent, que la Banque centrale européenne se préoccupe du niveau de l'euro.

L'analyse des **écarts de taux d'intérêt** entre le court et le long terme, et entre le public et le privé, devrait effectivement être plus approfondie. Mais la signification des *spreads* sera modifiée s'il y a pénurie de titres publics, due à la réduction de la dette publique, et une montée de la demande de titres longs. Structurellement, l'écart entre

les taux courts et les taux longs va baisser pour des raisons qui ne seront plus conjoncturelles. Le rôle de cet indicateur va donc se modifier. Existe-t-il des entreprises suffisamment stables pour émettre des titres à 20-30 ans ?

En ce qui concerne la **Corée**, effectivement on pourrait être plus pessimiste, en considérant que des déséquilibres persistent. Mais la crise asiatique apparaît maintenant, avec le recul, comme une bulle vers le bas ; les analyses qui avaient décrit l'incapacité de ces pays à retrouver une croissance vigoureuse sont désormais obsolètes : la persistance de déséquilibres financiers n'empêche pas la poursuite de la croissance.

Pour les **États-Unis**, nous avons choisi un scénario. Les indicateurs sont contradictoires, comme toujours en conjoncture : il y a encore des indices de bonne santé. Hormis les éléments structurels, qui peuvent conduire à penser que l'*output gap* n'est pas si positif, nous avons maintenu le scénario de *soft landing*, en considérant que la croissance est solide, et qu'il y a des apports continuels sur le marché des actions, faute d'alternative pour les épargnants, qui se résigneront pendant cinq-six ans à investir en Bourse avec une rentabilité nettement inférieure à celle du passé. Le taux d'épargne américain remontant, il ne soutiendra plus la croissance.

L'**Europe** est confrontée aux effets du choc pétrolier, très négatifs en 2000 et neutres en 2001, si nos hypothèses de prix se vérifient. La baisse de l'euro a un effet très favorable sur la croissance en 2000, mais, en 2001, on combine les effets favorables de l'année précédente et les effets défavorables de sa remontée anticipée ; l'impact global est donc neutre en 2001.

Guy Longueville : Il n'est pas sûr que la politique budgétaire ait un effet plus favorable sur l'activité en 2001 qu'en 2000. En 1999, elle était restrictive, avec une impulsion négative de 0,6 point selon l'OFCE. Elle devient expansive de 0,2 point en 2000 et de 0,3 point en 2001. La variation 2000/1999 est donc de 0,8 point ; elle devient négligeable en 2001/2000. Au total, plusieurs arguments (effet taux d'intérêt, pétrole, politique budgétaire) laissent penser que la croissance dans l'UE en 2001 sera peut-être moins soutenue que ne le prévoit l'OFCE.

Henri Sterdyniak : L'analyse des impulsions budgétaires est très difficile en 1999-2000-2001. Comment séparer en effet, parmi les rentrées fiscales exceptionnelles, ce qui relève d'une impulsion négative et ce qui est un phénomène passif ? L'estimation est donc fragile.

L'indicateur avancé de l'OFCE anticipe un ralentissement pendant deux-trois trimestres, puis une remontée. Notre message est que le cumul des chocs provoque une légère baisse du rythme de croissance actuellement, mais les facteurs favorables (bonne santé financière des

entreprises, impulsion technologique, amélioration du marché de l'emploi) conduisent à une sortie favorable en 2001.

Christian de Boissieu : Dire que l'on peut craindre un jeu non coopératif des politiques économiques ne veut pas dire qu'on le souhaite. La Banque centrale européenne a eu tort d'augmenter récemment ses taux, et elle devrait au moins jouer le jeu de la stabilité. L'OFCE va plus loin en anticipant une baisse, précoce (en 2001). Lorsque l'on estimera la règle de Taylor sur la zone euro, ne faudra-t-il pas « l'augmenter » par la prise en compte du comportement de la Banque centrale européenne, en intégrant une variable de finances publiques, c'est-à-dire un écart entre le solde souhaité par les autorités monétaires et le solde constaté ?

Les taux de change dépendent du fonctionnement des marchés, de leur façon de pondérer les variables. Intuitivement, il me semble que les marchés sous-pondèrent actuellement le déficit extérieur américain. Or ils vont redécouvrir l'insoutenabilité de ce déficit le jour où le *soft landing* sera confirmé et que l'écart de croissance États-Unis-Europe sera atténué. Dès lors, ils vendront des dollars et rachèteront des euros. Le risque existe même qu'alors, il surpondèrent le poids du déficit.

Jean-Paul Fitoussi : Il y a, dans ce débat, une idée féconde, que l'inflexion de la croissance américaine ne signifie pas un *soft landing*, mais peut déboucher sur une rupture plus importante. C'est un phénomène que nous n'avons pas prévu…

Guy Longueville : … qui transite par des comportements tenant à la profitabilité et aux structures de bilans — une dégradation sensible est possible avant un an — et aux comportements des entreprises qui en découlent.

L'économie française

La croissance, les contraintes d'offre et le NAIRU

Guy Longueville : La prévision de l'OFCE pour la France (3,7 % en 2001) me paraît un peu trop élevée. Une remarque d'abord : la décennie 1990 a montré une sensibilité particulière en France des agents privés aux changements d'environnement. Ainsi, la baisse récente de l'indicateur de confiance des ménages a été particulièrement marquée, suite au choc pétrolier. Les entreprises témoignent également d'une grande fragilité de comportement par rapport à l'environnement. La solidité de la reprise n'est donc pas affirmée.

Le problème principal de la prévision OFCE me paraît être celui de l'appréciation de la contrainte d'offre. Malgré la poursuite de la croissance industrielle, l'OFCE prévoit une stabilisation des taux d'utilisation des capacités de production dès 2001 grâce à la hausse du taux d'investissement. Si la production industrielle continue d'être le moteur de la croissance en 2001, les taux d'utilisation devraient poursuivre leur progression. Une ou deux années de redressement du taux d'investissement (1999-2000) succédant à huit années de taux historiquement bas (1991-1998), ne suffisent pas à accroître significativement le stock de capital et à en améliorer la productivité.

Dans la prévision de l'OFCE, les salaires progressent modérément (hausse nominale de 2 %) malgré une baisse du taux de chômage jusqu'à 8 % ; ce qui voudrait dire implicitement que le NAIRU est passé en dessous de 8 %. C'est une hypothèse un peu forte, et peu compatible avec l'estimation d'un NAIRU à 9-10 %. Les salaires ne vont-ils pas, au contraire, s'accélérer l'an prochain ?

Xavier Timbeau : La courbe de Phillips, qui lie le salaire nominal au taux de chômage, n'intègre pas l'impact des termes de l'échange ; en 2001, la désinflation importée par le contre-choc pétrolier fait qu'à court terme, on ne suit pas cette courbe : elle se déplace temporairement vers la gauche.

Guy Longueville : Comment s'explique le différentiel de croissance entre la France et l'Allemagne, qui reste important en 2001 dans votre prévision ? Enfin, point surprenant, les salaires réels progressent en France, mais baissent dans les autres pays européens, en 2001.

Henri Sterdyniak : Il s'agit de salaires horaires ; or les chiffres français intègrent l'effet des 35 heures.

Christian de Boissieu : L'OFCE a le mérite de ne pas être dans le consensus sur le profil de la croissance. En prévoyant une reprise rapide, vous obtenez une croissance en moyenne annuelle supérieure à celle des autres instituts, et supérieure à celle de cette année. Mais comment pondérer les causes qui conduisent à ce résultat ? Vous avez davantage de hausse du pouvoir d'achat des ménages, ce qui semble le fondement essentiel, et une baisse des taux d'intérêt à court terme, qui joue à la marge.

Les NAIRU donnés dans le tableau 9 sont-ils comparables, et sont-ils mesurés en moyenne ou en fin de période ? Le NAIRU en France est, semble-t-il, de 9 % selon votre analyse.

Xavier Timbeau : L'analyse suppose des NAIRU constants, mais qui sont calculés sur des données récentes, y compris les années 1990. En ce sens, les données sont à peu près comparables. Sous l'hypothèse habituelle de constance, et à partir de l'estimation d'une boucle prix-salaires, on arrive bien à ce résultat de l'ordre de 9 %.

Jean-Paul Fitoussi : C'est ce que l'on obtient si l'on utilise toutes les méthodes habituelles d'estimations… sans vraiment y croire !

Henri Sterdyniak : L'économétrie conduit inévitablement à une estimation de 9,5 %, sous l'hypothèse d'une hausse tendancielle de la productivité de 1,8 % et d'une inflation de 2 %. Aucune étude empirique ne permet à ce jour de l'infirmer.

Christian de Boissieu : Hors économétrie, on peut penser que le chiffre est inférieur à cette estimation. La question centrale est de savoir à quelles conditions et à quelle vitesse le NAIRU va baisser. Si le taux de chômage effectif passe en deçà du NAIRU, faut-il s'attendre au pire ? Or, déjà, nous sommes presque en deçà d'un NAIRU à 9,5 %, sans qu'il n'y ait de catastrophe et sans pour autant qu'il y ait d'accélération des gains de productivité en 2001. Le relèvement de la productivité du travail, attendu des nouvelles technologies, se produira d'ici deux ou trois ans en Europe.

Il faudrait aussi considérer la courbe de Beveridge, dans le contexte actuel de désajustement entre l'offre et la demande de travail…

Xavier Timbeau : …C'est impossible, car si la mesure des demandes est fiable, *via* l'indemnisation, la mesure des offres est insuffisante : le recensement de l'ANPE ne couvre que 15 % des offres effectives. Une approximation des offres par les difficultés de recrutement des entreprises ne concerne que l'industrie.

Christian de Boissieu : Enfin, les contraintes d'offre, qui sont un point très important du débat, sont écartées un peu trop rapidement par le texte de l'OFCE.

Philippe Sigogne : Les contraintes d'offres sont effectivement très importantes à analyser et approfondir. Les 35 heures viennent brouiller ce débat : on ne sait pas distinguer, dans les éléments de tensions existantes dans certains secteurs de l'appareil productif, ce qui relève de l'insuffisance de l'investissement passé ou des désordres à court terme causés par les réorganisations en cours — même si à moyen terme ces réorganisations ont des effets positifs sur la durée d'utilisation des équipements.

Xavier Timbeau : Si la prévision de l'OFCE est supérieure au consensus, cela tient à une différence d'analyse des contraintes d'offre. Le taux d'investissement remonte depuis 1997, à partir d'un minimum historique; on peut se demander pourquoi et jusqu'où ? Mais si l'on décrit un modèle dynamique de constitution du capital aboutissant au taux d'utilisation des capacités, on obtient une relation de long terme entre le rythme de croissance et le taux d'investissement qui stabilise l'évolution des capacités, compte tenu de celle de la production. Le taux d'investissement obtenu dépend des hypothèses faites sur la productivité du capital et la durée d'utilisation des équipements; elles sont

certes fragiles. Mais il apparaît que si la remontée du taux d'investissement de 1997 à 2000 est encore insuffisante pour stabiliser les capacités, quand la croissance est de 3 %, elle va permettre d'atteindre prochainement le niveau qui freine la montée du taux d'utilisation et conduire en 2001 à sa stabilisation.

C'est ce qui nous permet de dire que le niveau du taux d'investissement est revenu à sa valeur qui permet de soutenir la croissance. Les discours sur les contraintes d'offre sont à la fois vrais et faux : oui l'économie française est à la charnière d'un régime d'offre, où la croissance est déterminée par celle des capacités de production, et non plus par un rattrapage de la demande d'investissement et de consommation. Mais cela ne veut pas dire que les contraintes d'offre vont venir stopper la croissance.

Cette analyse peut être remise en cause par la nouvelle économie : avec un rythme potentiel de croissance plus fort, l'économie française aura besoin d'un taux d'investissement plus élevé. La phase de rattrapage que l'on connaît depuis 1997 pourrait donc se prolonger au delà de 2001-2002 : il faudrait une remontée supplémentaire du taux d'investissement et une croissance plus soutenue que le potentiel, pour atteindre le sentier de croissance potentielle.

En sens inverse, on ne peut se contenter de dire que le taux de chômage d'équilibre, le NAIRU, est de 9 % à moyen terme. Intuitivement, on a l'impression qu'une situation saine du marché du travail correspond à un taux de chômage de l'ordre de 5 %. D'où l'interrogation sur le concept de NAIRU, dont on se sert pour l'analyse des salaires et des prix. Va-t-il empêcher l'économie française de revenir à un taux de croissance souhaitable à moyen terme ? On a tenté d'illustrer que le niveau du NAIRU pouvait évoluer.

Jean-Paul Fitoussi : Toutes les estimations du NAIRU se sont avérées fausses : elles ont été révisées à la baisse chaque fois que le chômage baissait, et inversement. Ainsi, le concept n'apparaît pas être d'une grande utilité. Il faut donc interpeller la théorie sous-jacente. L'un des déterminants du concept de chômage d'équilibre de moyen terme est l'écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance. On comprend alors un peu mieux les mécanismes à l'œuvre.

Xavier Timbeau : Il augmente déjà moins vite actuellement qu'en 1997, car le taux d'investissement actuel est bien plus élevé qu'à l'époque, et il se stabiliserait à la fin de 2001, selon notre prévision.

Guy Longueville : On ne peut certes pas dire que la hausse du taux d'utilisation reflète une contrainte d'offre majeure, qui pèsera sur la croissance française ; cependant, des contraintes d'offre sectorielles se développeront.

La politique fiscale

Christian de Boissieu : La comparaison des baisses d'impôts entre la France et l'Allemagne montre que les volumes sont certes comparables, par an. Mais pour un même volume, on a eu en France une diversification, voire un saupoudrage, ce qui pose un problème de seuil critique , alors que l'Allemagne a adopté une politique de concentration sur trois mesures — l'IRPP, l'impôt sur les sociétés et la détaxation des plus-values sur les prises de participation des entreprises. Ce problème n'est qu'évoqué par l'OFCE. Or il est important en termes d'efficacité de la politique fiscale.

Philippe Sigogne : L'argument d'efficacité de la concentration fiscale est juste. Nous l'avons nous-mêmes souligné dans de nombreux textes sur la fiscalité, sans éluder la critique du saupoudrage. Mais la réforme fiscale allemande est faussement vertueuse : la détaxation des plus-values a été intégrée par la bande dans un amendement, sans que personne ne se rende compte de son importance, sur le moment; après la réaction enthousiaste du système financier, on s'est aperçu de son impact massif. Quant à l'impôt sur le revenu, le système allemand a, à la base, le vice d'une faible indexation du barème, qui fait régulièrement monter les impôts avec l'inflation; il faut donc de temps en temps alléger cette charge, en remettant les compteurs à zéro. Enfin, le taux d'imposition sur les sociétés baisse, mais le fait d'autoriser moins d'amortissements alourdit le montant des impôts, ce qui va influencer l'investissement à la charnière des années 2000-2001.

Xavier Timbeau : La politique fiscale française est-elle un saupoudrage ? Cette question n'est pas pertinente pour l'année 2001 : les baisses d'impôts sont effectives, et, même dispersées, elles ont un effet positif car c'est de l'argent réinjecté dans le circuit économique. Même si, à moyen terme, les effets sont pervers — comme l'est par exemple la suppression de la vignette automobile pour le contrôle de la pollution — ou si les mesures ne vont pas dans le sens de ce que la concurrence fiscale européenne nous impose — comme c'est le cas pour l'IS —, il n'en reste pas moins qu'à court terme des masses de baisses d'impôts sont distribuées et ont un impact positif sur la croissance. La différence entre saupoudrage et concentration est du second ordre, à court terme. C'est une analyse qui a sa place dans une étude spécifique de la fiscalité, comme nous en faisons par ailleurs, non dans l'analyse conjoncturelle.

Jean-Paul Fitoussi : Le texte de l'OFCE souligne « l'intelligence » du saupoudrage qui consiste à compenser les effets du choc pétrolier, en le faisant supporter par l'État plutôt que par les agents. En ce sens, la politique fiscale de saupoudrage a pour résultat d'atténuer la pression, notamment salariale. C'est une vision différente de celle qui

ressortirait d'une analyse de la compétitivité globale des systèmes fiscaux; sur ce plan, des voies de recherche sont ouvertes pour déterminer quels impôts devraient être modifiés et quelles incidences peuvent être attendues, dans le cadre d'une réflexion sur la meilleure efficacité.

Henri Sterdyniak : On peut soutenir le point de vue selon lequel il n'y a pas de saupoudrage, et qu'il existe une logique des mesures fiscales récentes et actuelles; d'une part on ne modifie pas l'IS mais on baisse massivement les cotisations sociales employeurs pour favoriser le passage aux 35 heures; d'autre part il y a une cohérence des mesures prises en 2000, celle de la suppression des trappes à inactivité : quatre mesures successives ont agi dans le même sens. On peut contester ce choix, au nom d'une conception libérale de la concurrence fiscale européenne qui conduirait à réduire l'IS et les tranches supérieures de l'IRPP, mais il existe et il a sa propre cohérence.

Jean-Paul Fitoussi : Dire qu'on ne fait pas de concurrence fiscale n'est pas juste : dès que l'on touche aux coûts salariaux, on en fait…