



HAL
open science

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 11 avril 2011

Jean-Christophe Caffet, Amélie de Montchalin, Eric Heyer, Mathieu Plane,
Xavier Timbeau, Philippe Weil

► **To cite this version:**

Jean-Christophe Caffet, Amélie de Montchalin, Eric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Timbeau, et al..
Débat sur les perspectives économiques à court terme du 11 avril 2011. Revue de l'OFCE, 2011, 117,
pp.241 - 250. 10.3917/reof.117.0241 . hal-03461543

HAL Id: hal-03461543

<https://sciencespo.hal.science/hal-03461543>

Submitted on 1 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.

Les perspectives économiques en débat

Les prévisions occupent une place particulière dans le débat public en économie. Elles sont généralement considérées comme des prédictions, qualifiées fréquemment d'optimistes ou de pessimistes, comme si elles dépendaient de l'humeur des équipes qui les réalisent. Certes, en un sens, la prévision est un art tant elle dépend des signes précurseurs que nous livre le présent, de l'interprétation des évolutions en cours, de la capacité des économistes de sélectionner les informations pertinentes parmi celles, multiples, dont l'intérêt n'est qu'anecdotique. Mais elle est surtout une science puisqu'elle consiste à déduire des informations dont on dispose sur le présent une vision de l'avenir. Elle ne peut être formulée en dehors d'un cadre général d'interprétation, c'est-à-dire d'une théorie qui met en relation les informations que l'on privilégie et les variables que l'on cherche à prévoir.

Parmi ces informations, certaines, cruciales, ne sont pas vraiment disponibles car, pour l'essentiel, elles dépendent de décisions à venir et qu'il n'existe pas vraiment de théorie permettant de déduire des données existantes ce que seront ces décisions. Il faut donc formuler des hypothèses alternatives et retenir celles qui 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 où 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 est donc 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 et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Les prévisions de l'OFCE, pour rigoureuses qu'elles soient, ne sont pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée mais une " histoire " raisonnée, éclairée par l'analyse économique, d'un futur incertain. Il faut donc à la fois souligner l'importance des raisonnements économiques qui la guident et 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.

Philippe Weil

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 11 avril 2011

Participants au débat :

Jean-Christophe Caffet : *Économiste zone euro chez Natixis*

Amélie de Montchalin : *Économiste en charge de l'Europe - Exane BNP Paribas*

Éric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Timbeau, Philippe Weil : *OFCE*

Philippe Weil – Je vous remercie d'avoir accepté de participer à ce débat sur les prévisions du printemps 2011 de l'OFCE. La tradition veut que nous discutons d'abord la partie internationale des prévisions pour terminer par la France. Je laisse donc la parole à Amélie pour entamer la partie internationale.

Amélie de Montchalin – Nous sommes assez d'accord avec la lecture faite par l'OFCE sur la partie internationale, et nous identifions bien la déflation comme un risque à moyen terme. L'inflation en ce début d'année est exceptionnelle concernant le prix des matières premières. Depuis quatre semaines, nous observons une stabilisation des prix alimentaires qui a enclenché une réflexion sur les pays émergents où le cycle de resserrement monétaire apparaissait jusqu'à maintenant comme assez violent. Nous prévoyons donc une croissance de 4,5 % pour le monde en 2011. Pour les années suivantes, l'évolution du *policy mix* (biais cumulé de la politique monétaire et budgétaire) nous amène à nous interroger sur les nouveaux risques pesant sur la croissance. Les banques centrales et les gouvernements posent des choix assez déterminants qui font que le risque lié à un durcissement du *policy mix* peut se matérialiser plus ou moins fortement. On voit par exemple que les États-Unis ont une structure institutionnelle qui permet l'expansion budgétaire, ce qui n'existe pas en Europe. De même, la Fed fait résolument le choix de lutter contre la déflation, là où la BCE cherche à se protéger de l'inflation. Plus que jamais, le décalage transatlantique est fort en termes de politique économique.

Jean-Christophe Caffet – J'ai pour ma part été frappé par la très forte analogie entre notre perception de l'économie mondiale, donc nos prévisions, et celles de l'OFCE. L'OFCE est assez pessimiste, un pessimisme lié à une vision, que nous partageons, sur l'ampleur des ajustements qui restent à faire dans les économies développées. La seule différence est que nous les percevons comme nécessaires alors que l'OFCE ne le pense pas. Pour l'instant, on a surtout assisté à un transfert de dette du secteur privé vers le secteur public et le processus de désendettement global des pays riches n'a pas réellement commencé. Notre perception de l'équilibre actuel est donc tout aussi déflationniste, avec toutefois le maintien d'une inflation positive en raison de l'évolution des prix des matières premières, probablement quelques effets de diffusion à terme dans les prix sous-jacents, et plus structurellement les premiers signes de convergence nominale dans les pays émergents. Autrement dit la pire situation qui puisse se produire pour les ménages des pays développés, en particulier ceux les plus concernés par le désendettement. Notre diagnostic est donc assez

pessimiste, proche de celui de l'OFCE, mais avec toutefois une sensible différence de vue sur l'opportunité de redresser tout de suite les finances publiques et le risque de déflation.

Amélie de Montchalin – À long terme, nous pensons que les taux longs n'ont pas atteint leur point bas et que la prochaine crise pourrait nous ré-amener, comme en 1941, à un taux à 10 ans aux États-Unis proche de 2 % par exemple. On voit bien que l'ajustement pour réduire la dette totale, qui a pris plus de vingt-cinq ans dans les années 1930, risque de durer de nouveau des décennies. Néanmoins la reprise d'aujourd'hui ne peut être niée : elle est très vigoureuse et nous avons eu beaucoup de surprises sur l'investissement. Cela peut être associé au fait que les taux réels dans le monde ont beaucoup baissé. Ceci est le fruit du succès de la politique monétaire, notamment celle de la Fed, qui, en créant des liquidités, a réussi à remettre une certaine dynamique dans le système. En 2012, nous devrions rester dans un environnement de croissance, en partie parce que la politique monétaire nous a permis d'éviter la spirale déflationniste. Vous n'êtes pas aussi optimistes sur ce point, et, je l'accorde, la demande de crédit peut paraître atone, mais du point de vue de l'investissement et de la reprise cyclique, nous sommes tous positivement surpris.

Jean-Christophe Caffet – C'est vrai que du côté de l'investissement, dans certains pays, on a de moins mauvaises surprises, la reprise s'est parfois avérée très vigoureuse. Les dix-huit derniers mois ont néanmoins surtout été marqués par la reconstitution des stocks et au regard de l'ampleur du stimulus budgétaire et monétaire, la reprise actuelle peut au contraire paraître très modeste. Après une contraction sans précédent de l'activité et un plongeon proche de 10 % dans certaines zones, la croissance plafonne aujourd'hui à +2,5 ou +3 % dans les économies développées.

Amélie de Montchalin – En parallèle, on se rend compte qu'aux États-Unis, l'activité économique va accélérer dans les prochains mois. Rappelons par exemple que les ménages sont sous une véritable perfusion publique qui leur apporte plus d'un point additionnel de revenu. À court terme, cette perfusion peut être institutionnellement assumée par les États-Unis, contrairement à l'Europe. Mais, à terme et nous ne savons pas quand, il faudra bien que la machine s'inverse. Cela fait donc peser un vrai risque sur la croissance mondiale.

À la question « les pays émergents peuvent-ils tirer la croissance mondiale ? », nous répondons que certains pays émergents ont des évolutions de *policy mix* en complet décalage avec celui des grands pays développés. En Chine, par exemple, le contrôle du crédit mené actuellement devrait permettre à l'économie d'atterrir en douceur dans les prochains mois. Nous pourrions alors assister à une nouvelle détente de la politique monétaire en 2012, à un moment où le grand plan quinquennal d'expansion budgétaire, d'investissement et de soutien à la consommation devrait entrer en vigueur. La Chine a donc une évolution de son *policy mix* vers plus d'assouplissement, quand l'Europe et les États-Unis s'acheminent vers un certain durcissement. Indéniablement, cela est plutôt stabilisateur pour la croissance mondiale.

Xavier Timbeau – Oui la reprise est plutôt plus dynamique que ce que l'on pouvait craindre. Ceci dit, c'est une reprise après une crise considérable, ce n'est donc pas la vigueur de la reprise qu'il faut juger mais où en sommes-nous après la crise et la reprise. On observe toujours un retard de la production, un niveau de chômage élevé, une dégradation des économies des pays développés. Nous sommes aujourd'hui dans la pire des récessions depuis la Seconde Guerre mondiale. Quand on raisonne par rapport au PIB du trimestre précédent, on se dit que cela s'améliore, mais c'est faire preuve d'un optimisme à courte vue. La bonne politique économique aujourd'hui reste un *policy mix* expansif. Nous montrons que pour tous les pays (sauf deux) la politique budgétaire est redevenue en cumulé soit neutre soit

restrictive. Pour la plupart des pays développés, hors États-Unis, la réaction à la pire récession est une politique budgétaire neutre ou restrictive, ce qui, si nous avons été dans le coma ces deux dernières années apparaîtrait, compte tenu de la situation conjoncturelle où nous nous trouvons, la pire des choses à faire. Keynes est définitivement mort et enterré, Friedman a gagné et le monde est devenu profondément néoclassique puisque on reste convaincu que la notion de déséquilibre ne peut pas exister, en l'occurrence au-delà de deux années.

Cela nous l'avons écrit avant que Jean-Claude Trichet n'augmente ses taux d'intérêt de 0,25 point. Cette augmentation ajoute de l'incohérence à un univers déséquilibré. Le pétrole a en effet augmenté mais pas tant que cela puisqu'il a été à 150 dollars avant la crise et à 45 ensuite, il a largement dépassé les 45 dollars aujourd'hui mais il est encore inférieur à 150. Il a baissé de 30 % depuis deux années ; c'est donc difficile de crier à l'inflation. En fait, le chômage a augmenté, les salaires ralentissent et un processus de déflation s'installe. Il ne faut pas être troublé par une dynamique courte, la dynamique récente du pétrole ne doit pas suffire à nous faire changer d'avis sur la dynamique longue. Engager des politiques budgétaires restrictives sur cette dynamique courte en Europe, c'est s'engager sur un chemin dangereux.

Amélie de Montchalin – En comparant les évolutions du PIB en volume et de l'emploi (et donc celle de la productivité), on voit qu'en France et en Allemagne nous reviendrons au niveau du pic dans trois à six mois pour ces deux composantes. Aux États-Unis, PIB et emploi se sont ajustés simultanément pendant la crise. Aujourd'hui, le PIB est clairement reparti, ce qui n'est pas le cas de l'emploi, aussi a-t-on une productivité phénoménale et nous attendons désormais une certaine dynamique positive sur l'emploi. À l'inverse, au Royaume-Uni, le PIB s'est ajusté, mais l'emploi a exceptionnellement bien résisté, ce qui ne peut probablement pas durer. Nous voyons donc qu'après cette grande crise, trois modèles semblent coexister : 1/ la zone euro qui a subi un choc externe mais qui se replace dans une dynamique assez comparable structurellement à ce qu'elle était avant la crise, 2/ les États-Unis où l'emploi devrait désormais s'améliorer et où les gains de productivité ont été impressionnants pendant la crise et 3/ le Royaume-Uni où le choc était externe et interne, et où le chômage risque d'aller au-delà des 8% dans les prochains trimestres. Au regard de ces trois mécanismes, les banques centrales ont chacune des décisions spécifiques à prendre. Que vont faire celles qui observent la BCE qui vient d'ouvrir la « boîte de pandore » du resserrement monétaire, avec l'argument qu'il fallait mener une politique de précaution ?

Jean-Christophe Caffet – La récente hausse des taux par la BCE n'est bien sûr pas la meilleure nouvelle qui soit, bien que son président ait pris soin de préciser qu'il ne s'agissait pas de l'amorce d'un cycle monétaire. Elle peut néanmoins se comprendre dans la mesure où, comme le reconnaît l'OFCE, la politique monétaire ne marche pas, ou en tout cas le canal du crédit ne fonctionne pas, à part peut-être en France où le marché immobilier s'emballa, et dans une moindre mesure en Italie. Avec une inflation au-dessus de la cible et des indicateurs avancés plutôt flatteurs, l'occasion s'est présentée et la BCE, qu'on sait dans l'inconfort avec un refi à 1 %, a saisi l'opportunité de normaliser un peu sa politique monétaire. Comme le montre votre règle de Taylor, un resserrement peut d'ailleurs se justifier aujourd'hui, même si cette même règle montre qu'il faudrait rebaisser les taux dans un an. Cela dit la BCE ne partage pas votre vision du risque déflationniste à moyen terme. Enfin, à propos du syndrome du poisson rouge, peut-être Jean-Claude Trichet a-t-il toujours en tête les effets des excès de liquidités sur les prix des actifs et leur volatilité.

En ce qui concerne les divergences d'orientation budgétaire des États-Unis, du Japon et de la zone euro, il faut quand même rappeler que les États-Unis ont le dollar, ce qui n'est pas

nouveau, et que le Japon autofinance intégralement sa dette. En zone euro, la solvabilité inter-temporelle est théoriquement assurée, les excédents courants des uns compensant à peu près les déficits des autres, mais en l'absence de fédéralisme budgétaire ce n'est plus le cas pour certains de ses membres. On ne peut effectivement que souhaiter une grande relance budgétaire dans les pays les plus durement touchés par la crise, mais comment la financer quand on sait l'état actuel des finances publiques de la plupart des pays de l'Union ?

Xavier Timbeau – Les taux longs de la zone euro sont très bas nominalement et en termes réels, c'est-à-dire bien inférieurs à 2 points. Les pays européens accèdent donc à des financements à des taux bas et sans limite. La contrainte existe pour la Grèce ou le Portugal parce que les autres pays européens ne se portent pas inconditionnellement garants. De plus, il y a un excédent d'épargne (*ex ante*) mondial. Certains pays européens émettent de la dette indexée sur cinquante ans à des taux inférieurs à 2 % et trouvent preneurs. Dans ces conditions on ne peut pas inventer une contrainte de financement. Donc, à la question : « comment financer la dette publique ? », la réponse est « les marchés financiers fournissent ces financements ».

Jean-Christophe Caffet – Les taux longs des pays du cœur de l'Union restent en effet très bas, mais vous aurez noté qu'ils ont plutôt tendance à remonter depuis six mois. Je ne suis pas sûr d'ailleurs qu'ils ne vont pas continuer à remonter dans la mesure où les marchés vont finir par comprendre que les mécanismes européens (ESM) mutualisent le risque souverain européen. Aussi, avec la fin du QE2 aux États-Unis et des anticipations d'inflation, certes très adaptatives, orientées à la hausse depuis la fin de l'été dernier, le risque me semble plutôt haussier que baissier sur les taux d'intérêt. Les pays du cœur de la zone euro étant les garants du système, il me semble assez indispensable qu'ils gardent la confiance des marchés et n'aggravent pas l'état de leurs finances publiques. Ceci vaut bien sûr tout particulièrement pour la France, où la consolidation budgétaire paraît à cet égard plus que souhaitable.

Philippe Weil – Indispensable et immédiate ?

Jean-Christophe Caffet – Elle est très brutale dans les pays périphériques, où l'effort demandé sur deux ou trois ans est similaire à ce qu'a fait l'Allemagne en dix ans après la réunification : maîtrise des coûts salariaux, réduction du déficit courant, du déficit public... mais elle ne l'est pas dans le cas français où elle est surtout mécanique. L'hypothèse d'un multiplicateur budgétaire de 1 dans les prévisions France de l'OFCE me paraît à cet égard assez forte, à moins de considérer que les 10 milliards d'euros de niches fiscales qui sont supprimées étaient très porteuses d'activité. Le coût en activité de la consolidation budgétaire me paraît donc surestimé dans le cas français, de même que le véritable effort structurel chiffré dans le PLF est biaisé par des effets d'élasticité.

Amélie de Montchalin – Si on veut être assez cynique sur la BCE, on peut dire qu'elle a conscience du fait qu'il n'y a pas de réel problème de financement en Europe à court terme et qu'elle veut forcer les États à aller plus vite et plus loin dans leurs ajustements budgétaires. De plus, elle a bien dit (et c'est un scénario très optimiste) qu'en ancrant les anticipations d'inflation, elle pourrait aider les taux longs à rester bas, et donc permettre aux États de se financer dans de bonnes conditions à long terme. Finalement, la BCE a, dans notre esprit, six à neuf mois d'avance pour initier le resserrement monétaire. Vu que le délai entre le début de la normalisation et l'impact maximum est de six à neuf mois, si la BCE avait attendu le mois de septembre 2011, l'effet maximum se serait produit au second semestre 2012, à un moment où la consolidation budgétaire aurait été plus avancée. La BCE nous surprend

surtout parce qu'elle va vite, mais elle n'est pas forcément en train de faire une énorme erreur au vu son mandat.

Xavier Timbeau – La BCE est une grenouille qui se prend pour un bœuf. Si la BCE avait effectivement en charge l'inflation mondiale, l'argument « on va contrôler les bulles au niveau mondial » ou « on va contrôler les anticipations d'inflation à très long terme pour assurer que les taux d'intérêt à long terme soient effectivement bas », pourrait se justifier, mais, rien n'indique, ni dans le discours, ni dans la pratique, ni dans la mise en œuvre de la politique monétaire que la BCE agit de façon coordonnée avec ne serait-ce que la Fed et qu'elle endosse cette responsabilité considérable de conduire la politique monétaire mondiale, à supposer qu'elle ou n'importe quelle autre banque centrale en ait les moyens et la légitimité.

Amélie de Montchalin – La BCE a dit dans son communiqué : « Vu la demande des émergents et la liquidité en circulation à l'échelle mondiale, les prix des matières premières devraient augmenter de manière structurelle », mais on sait que la liquidité dans le monde est largement le fruit de l'action de M. Bernanke. Ce manque de coordination fait que l'on se bat les uns contre les autres, les uns essayant de créer de la liquidité et les autres essayant de l'absorber. Je ne serais pas étonnée que dans dix ans on s'aperçoive que cela était une erreur et que l'on assume d'être plus longtemps plus expansionniste de manière coordonnée. Cela supposerait de parvenir à expliquer aux marchés financiers la logique qui est derrière.

Philippe Weil – Une thèse est que l'augmentation des taux n'est pas motivée par des raisons directement économiques mais par un désir de retrouver une crédibilité qui a légèrement été ébréchée ces derniers mois. Ce serait donc un phénomène purement interne à la BCE qui veut rétablir sa réputation et reprendre le contrôle de la situation.

Amélie de Montchalin – On peut considérer à l'inverse qu'elle a renforcé sa crédibilité en prenant des positions coopératives, en assumant des solutions ambitieuses, comme son programme d'achats d'obligations d'États sur le marché secondaire par exemple. Elle a renforcé sa crédibilité en entrant de manière pragmatique sur des terrains où elle a dit qu'elle n'entrerait jamais. Tout peut être débattu. Aujourd'hui, la BCE nous rappelle surtout que les taux sont toujours là et qu'elle peut s'en servir, ce dont personne ne doutait je pense.

Jean-Christophe Caffet - La BCE a peut-être aussi une lecture trop à la lettre des indicateurs avancés et ces derniers sont peut-être aussi un peu biaisés depuis la crise.

Amélie de Montchalin – Pour être un peu provocante, je me demande si l'on aurait pas pu regarder le problème avec un angle totalement différent, se souvenant qu'après la crise de 1929, il avait fallu plusieurs décennies pour retrouver des niveaux de dette totale sur PIB équivalents à ceux de l'avant-crise, et que, surtout, c'est par la croissance des Trente Glorieuses que la dette héritée de la crise a réellement été effacée. Cette période de croissance n'a pas été que celle de la reconstruction, elle a été le lieu de formidables gains de productivité, grâce à l'innovation et à la R&D réalisée avant la Seconde Guerre mondiale, c'est-à-dire précisément après la grande crise de 1929. Aujourd'hui, on réduit *manu militari* les déficits extérieurs et on a une vision de la compétitivité qui se limiterait aux seuls coûts de production, au lieu d'une compétitivité qui passerait par l'innovation. Ce qui me choque, c'est que la théorie du Traité de Lisbonne, qui était une très bonne démarche pour préparer une croissance future solide, a été enterrée par la crainte d'une dérive trop importante des coûts unitaires du travail. Le « Pacte pour l'euro » aurait gagné à ne pas oublier les principes du Traité de Lisbonne.

Jean-Christophe Caffet – Nous sommes tous d'accord sur la relance par l'innovation et la recherche, mais les contraintes temporelles sont là ; faire une politique de l'offre prend du temps.

Xavier Timbeau – Je mets un sérieux bémol. Si on avait de la croissance en plus, certainement les problèmes de dette seraient moins douloureux. Mais en appeler à la croissance par l'innovation pour résoudre nos problèmes relève de la pensée magique. Si nous n'avons pas pu faire de la croissance par l'innovation dans le passé, ce n'est pas parce que nous en avons vraiment besoin aujourd'hui que cela va marcher.

Amélie de Montchalin – Je ne suis pas sûre que tout ceci soit magique et facile. On peut quand même considérer que la croissance devra bien « réapparaître » un jour et qu'elle émergera en partie de la capacité de la puissance publique à stimuler l'innovation. Dans ce cadre, il est bien sûr essentiel que les États retrouvent des marges de manœuvre pour le faire et donc mènent des plans crédibles d'ajustement budgétaire.

Xavier Timbeau – On peut substituer dans ce discours « finances publiques » par « chômage » ou « ressources humaines ». Préparer la prochaine vague de croissance en partant avec 10 % de la population active inoccupée dont la moitié involontairement et un quart au chômage de longue durée, c'est peut être aussi inconscient, si ce n'est plus qu'avec trop de dette publique. En laissant aujourd'hui les jeunes au chômage ne sommes-nous pas en train de compromettre encore plus nos marges de manœuvre pour la croissance de demain qu'avec les finances publiques ?

Amélie de Montchalin – En même temps, forcer toute la jeunesse à rejoindre des industries vieillissantes n'est pas forcément une bonne option non plus. Sur le chômage, la BCE nous donne le signal qu'elle croit que le chômage structurel est désormais proche de 9,5 %, que la croissance potentielle est dégradée et que l'inflation sous-jacente à 1% est à son niveau d'équilibre. C'est donc probablement à cette *new normal* qu'elle veut nous faire nous adapter. Je trouve donc vraiment regrettable que beaucoup d'options possibles soient aujourd'hui écartées *de facto*, alors que l'innovation paraît plus que jamais nécessaire.

Philippe Weil – Nous avons déjà largement parlé de la zone euro, restent deux questions : qu'est-ce qui fait la réussite de l'Allemagne à la sortie de la crise ? La zone euro va-t-elle éclater ?

Jean-Christophe Caffet – La réussite actuelle de l'Allemagne tient à sa capacité à répondre à la demande externe et à sa politique de maintien de l'emploi pendant la crise. Contrairement à la France, un euro fort et un pétrole cher ne sont pas non plus si défavorables au commerce extérieur allemand.

Amélie de Montchalin – La crise de 2008-2009 est arrivée en Allemagne à la suite d'une longue période de désendettement privé. Les Allemands sont donc en capacité de pouvoir faire un peu plus d'offre salariale et ils bénéficient d'un cycle interne très décalé par rapport au reste de l'Union. Ils profitent de deux reprises, une domestique et une externe, qui se cumulent bien. Par ailleurs, la population active allemande se réduit, donc le chômage baisse plus fortement qu'ailleurs. En France, à l'inverse, on crée des d'emplois, mais, du fait d'un certain nombre d'effets techniques comme la réforme des retraites, la population active continue d'augmenter, et le chômage diminue dès lors beaucoup moins visiblement.

Éric Heyer – La meilleure résistance de l'emploi en Allemagne qu'en France s'explique par un plus grand recours à des éléments de flexibilité interne. Par exemple, en recourant massivement au chômage partiel, l'Allemagne a baissé fortement sa durée du travail au cours de cette crise, cinq fois plus qu'en France. Corrigé de cet effet, l'ajustement reste incomplet

en Allemagne comme en France, laissant subsister de grandes incertitudes quant à l'évolution future, mais dont la plus probable serait celle d'une croissance de ces deux économies pauvres en emplois dans les années à venir.

Xavier Timbeau – L'apparente réussite de l'Allemagne joue-t-elle un rôle dans les choix de la BCE ?

Amélie de Montchalin – En fait la hausse des salaires en Allemagne est pour le moment en ligne avec la moyenne de la zone euro, donc bien inférieure à ce qui semble s'être répandu dans l'opinion. La BCE nous dit qu'elle s'occupe de la zone euro et pas de l'Allemagne en particulier. Si elle voulait vraiment trouver un agrégat pour justifier d'une inflation salariale, peut-être faudrait-il agréger en plus de l'Allemagne tous ses grands partenaires et voisins, c'est-à-dire l'Autriche, les Pays-Bas, la Belgique, la France... Pour moi, le biais de décision de la BCE, ce n'est pas l'Allemagne, c'est une volonté idéologique de précaution.

Jean-Christophe Caffet – Les salaires repartent quand même un peu en Allemagne, de l'épaisseur d'un très gros trait par rapport aux années passées. Pour revenir sur votre scénario, j'ai l'impression d'y voir comme une référence circulaire : on suppose la déflation, donc des taux longs qui restent durablement bas, donc l'absence de nécessité de consolider les finances publiques rapidement.

Xavier Timbeau – C'est juste à un détail près, c'est que ce n'est pas circulaire. L'inflation n'est pas un phénomène d'anticipation auto-réalisatrice. Là nous avons une force déflationniste qui est le chômage dans les pays développés. Pour relancer l'économie il faudrait des taux d'intérêt négatifs et le seul moyen est d'avoir des anticipations d'inflation, ce que nous ne pouvons pas faire en période de chômage élevé.

Amélie de Montchalin – Je partage votre avis sur le fait de la faiblesse de l'inflation à moyen et long terme. On sait par exemple qu'historiquement, depuis 1800, le prix des matières premières en termes réels a rarement été durablement haussier dans les périodes de déflation par la dette. De même, je répète que, dans notre analyse, nous retournerons d'ici plusieurs années à des taux longs beaucoup plus bas qu'aujourd'hui.

Philippe Weil – Les pays périphériques sont-ils sauvés où l'euro risque-t-il d'éclater ?

Amélie de Montchalin – L'euro n'éclatera pas parce que nous n'avons pas utilisé tous les outils disponibles. Certes, la BCE n'est pas coopérative aujourd'hui, mais le jour où il faudra monétiser la dette publique si nous sommes au bord de l'implosion, elle le fera. De même, l'Eurobond s'imposera sans doute un jour à nous. Enfin, le rééchelonnement des dettes est un outil qui pourrait beaucoup aider, en témoigne la Grèce. Néanmoins, pour des pays comme l'Espagne, le risque est renforcé à moyen terme du fait de la dégradation actuelle du *policy mix*. Et alors, si l'Espagne est attaquée, que devient l'Italie, etc. ? Les dominos peuvent recommencer à tomber d'ici quelques années. Pour nous, un déclencheur à suivre pour une nouvelle crise sera le retour des taux réels espagnols dans des territoires significativement positifs.

Philippe Weil – La France est-elle menacée sur son rating AAA ?

Jean-Christophe Caffet – Les agences de notation suivent plus le marché qu'elles ne les guident et je n'ai pas le sentiment que le marché irait jusqu'à se faire cette peur. On a eu une bonne surprise sur 2010, avec un déficit de 7 % contre 8,2 % prévu en LFI. La consolidation budgétaire pour 2011 est quasiment automatique et on arrivera probablement sous les 5,7 % affichés. Une dégradation de la note française paraît donc peu crédible, même si l'on ne sait toujours pas comment on atteindra les 3 % en 2013.

Amélie de Montchalin – En soi, je ne crois pas la France menacée, mais comment lire le AAA : est-ce une notation absolue ou relative ? Si la notation est absolue, peu de pays resteront à terme triple A, mais avant que la France perde le sien beaucoup d'autres pays l'auront perdu, notamment le Royaume-Uni. Si c'est une notation relative, la France est en danger plus par son *track record* que sa situation actuelle. Nous avons en effet érodé notre système fiscal avec les niches fiscales et les baisses d'impôts, et, en parallèle, nous n'avons pas su réduire les dépenses, notamment celles liées à la sécurité sociale.

Jean-Christophe Caffet – C'est surtout la structure de notre fiscalité qui est absurde, avec une taxation intensive du travail alors qu'on cherche justement à enrichir la croissance en emplois. La consolidation budgétaire peut aussi prendre une autre forme que la seule maîtrise des dépenses publiques et il n'est a priori pas impossible de mener une réforme fiscale intelligente, en particulier dans le cas français. Mais ceci est un autre débat.

Mathieu Plane – Le meilleur indicateur pour les déficits publics, c'est la dette publique qui est le cumul des déficits passés. Or, si on regarde la position de la France en termes de dette publique, on est dans une situation assez proche de celle de l'Allemagne malgré le choix de la réduction des déficits outre-Rhin depuis plusieurs années. Et en termes de dette publique nette, la position de la France est même plus favorable que celle de l'Allemagne car l'État français possède plus d'actifs financiers que ses homologues allemands.

Jean-Christophe Caffet – Pour la BCE, à partir de 90 % de dette publique, c'est dangereux. Nous en sommes à 82 %.

Amélie de Montchalin – Pour les agences de notation, le point critique est de savoir si un pays a les capacités d'encaisser une nouvelle crise. Lors de la prochaine crise, si les Allemands veulent faire de la relance, ils seront crédibles, les Français seront probablement sur le modèle italien, c'est-à-dire avec peu de marges de manœuvres pour faire davantage que laisser les stabilisateurs automatiques fonctionner.

Xavier Timbeau – Il y a deux stratégies, l'une qui favorise la croissance plutôt que la réduction des déficits et une autre qui privilégie la réduction des déficits. En comparant la France et l'Allemagne, et en comparant leurs dettes publiques en points de PIB, on s'aperçoit que les trajectoires ne sont pas très différentes. Or, La France et l'Allemagne, qui partagent la même monnaie et ont les mêmes taux d'intérêt ont fait des choix de politique économique assez différents. La France a eu plus de croissance, moins de réduction de déficits, l'Allemagne a eu une longue période sans croissance, et une forte réduction de ses déficits publics. Au total, en dette sur PIB, en partant d'une situation proche en 1990, la situation en 2007 était à l'avantage de la France. Qui est le plus rigoureux ?

Amélie de Montchalin – Si un jour, on souhaite faire décroître réellement la dette, les marchés financiers étant sensibles aux niveaux de dette, on a quand même le sentiment que les Allemands sont mieux placés que nous.

Éric Heyer – Pas certain si on prend en compte les actifs des administrations publiques. Si on regarde la dette nette des APU, les marges de manœuvre françaises sont plus grandes. Les autorités européennes devraient changer de grille de lecture et cesser de regarder la dette brute.

Mathieu Plane – De plus, au regard des mesures sur la fiscalité et les dépenses publiques hors plan de relance, le déficit structurel a peu varié au cours de la crise, sauf à penser que la croissance potentielle s'est effondrée, mais c'est le déficit conjoncturel qui s'est dangereusement creusé.

Jean-Christophe Caffet – Il est naturellement trop tôt pour se prononcer sur le potentiel de croissance post-crise de l'économie française. Ce qu'on voit, c'est que le gap de productivité n'est toujours pas comblé et il se pourrait qu'on assiste à un nouvel infléchissement en tendance des gains de productivité, signe de réallocations sectorielles défavorables au potentiel. Un aléa haussier sur notre scénario de court terme réside toutefois dans une moindre déformation du partage des revenus, hypothéquant néanmoins les perspectives d'activité, *via* de moindres dépenses d'investissement, à plus long terme.

Philippe Weil – Souhaitez-vous soulever d'autres points sur la France ?

Amélie de Montchalin – Nous nous croyons que le gouvernement n'est pas complètement irréaliste quand il annonce une croissance à 2 % en 2011, et ce, grâce à trois facteurs : 1) un investissement très fort des entreprises qui disent avoir besoin de renouveler le capital, se mettre aux normes et en fait augmenter la productivité. C'est une dynamique d'investissement qui est une conséquence directe de la pause liée à la crise, il est donc forcé et contraint ; 2) il faudra bien restocker après avoir largement déstocké. Le Japon montre en effet que les stratégies de flux très tendus peuvent être très coûteuses à court terme dans certains secteurs ; 3) la consommation que l'on croit toujours en ajustement (arrêt de la mise à la casse) reste dynamique (dépenses de logement, etc.). Notre prévision sur le premier trimestre est le double de celle de l'OFCE. Nous avons donc entre 1,8 et 2 % pour 2011 et 1,6 ou 1,7 % pour 2012.

Jean-Christophe Caffet – Comment parviens-tu à concilier les deux moteurs de la demande que sont la consommation et l'investissement ? Vu la position des marges et les capacités d'autofinancement des entreprises françaises, le partage de la valeur ajoutée s'annonce assez délicat pour les salariés, et sachant que le crédit aux entreprises reste faible...

Amélie de Montchalin – D'une part, un certain nombre de grandes entreprises ne se sont jamais aussi bien portées et sont donc en mesure de financer elles-mêmes de gros investissements. D'autre part, l'épargne des ménages est en train de revenir en ligne avec sa moyenne historique après le pic lié à la crise et la consommation en profite, car vient s'ajouter à cela un peu de salaire et un peu plus d'emploi.

Éric Heyer – Effectivement on peut avoir une bonne surprise côté stock et sur la consommation aussi (notre compte est un peu bas dans les deux cas). En revanche concernant l'investissement, il nous semble que la persistance d'un surplus des capacités de production des entreprises apparu au cours de la crise, reflet de la timidité du rebond d'activité, sera un puissant frein à une véritable reprise de l'investissement, premier signal de toute reprise économique durable.