



Débat sur les perspectives économiques à court terme du 15 avril 2015

Laurent Clavel, Ariel Emirian, Danielle Schweisguth, Eric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Xavier Timbeau

► To cite this version:

Laurent Clavel, Ariel Emirian, Danielle Schweisguth, Eric Heyer, Mathieu Plane, et al.. Débat sur les perspectives économiques à court terme du 15 avril 2015. Revue de l'OFCE, 2015, 2 (138), pp.291-303. 10.3917/reof.138.0291 . hal-03571334

HAL Id: hal-03571334

<https://sciencespo.hal.science/hal-03571334>

Submitted on 13 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 15 AVRIL 2015

Participants au débat :

Laurent Clavel : *Chef de la division synthèse conjoncturelle
INSEE*

Ariel Emirian : *Co head études risques-pays
Société Générale*

Danielle Schweisguth : *Société Générale*

Éric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Xavier Timbeau : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : Je vous invite à commenter les prévisions de l'OFCE en commençant d'abord par le monde, puis l'Europe et enfin la France.

Laurent Clavel : À propos des perspectives de l'OFCE pour le monde, commençons par le thème le plus exogène parmi ceux que vous proposez : le prix du pétrole va-t-il rester bas longtemps ? Dans vos prévisions comme dans les nôtres, deux facteurs exogènes sont importants en termes de regain de croissance en France et en zone euro : la baisse du prix du pétrole et la dépréciation du taux de change de l'euro. Sur l'explication de la chute du prix du pétrole, le débat oppose les déterminants d'offre et de demande. L'offre, c'est le gaz de schiste et les sources non-conventionnelles dont le prix de revient et le rendement marginal ont beaucoup baissé. La demande concerne le ralentissement des pays émergents, à commencer par la Chine mais pas seulement, et une situation qui ressemble beaucoup à celle des années 1990. À l'Insee, nous avons réalisé un modèle économétrique sur le prix du

pétrole¹, mais il a une capacité prédictive faible, avec une inertie temporelle importante et, dans notre prévision, nous figeons le prix du pétrole. Si le prix du pétrole reste bas longtemps, ce que suggère l'excédent d'offre mondiale, ainsi que le niveau très élevé des stocks aux États-Unis, ce sera un soutien aux marges des entreprises et au pouvoir d'achat des ménages. À l'inverse, le prix du pétrole pourrait à nouveau augmenter ; de fait, il est fin avril plus proche de 65 dollars.

Ariel Emirian : Revenons au moment de la baisse du prix du pétrole, cette baisse était tout à fait inattendue ; on avait bien une orientation à la baisse mais l'ajustement en 2014 fut brutal pour plusieurs raisons : l'accélération très nette de la production de gaz de schiste aux États-Unis due à des capacités techniques d'extraction améliorées, ensuite les mauvaises nouvelles sur la croissance en zone euro et des craintes sur la croissance aux États-Unis sont arrivées en juillet-août 2014 et enfin le tassement de la prime de risque géopolitique malgré les événements au Moyen-Orient – on ne connaissait pas le niveau de sécurisation des zones productrices en Irak, arrêt de la production en Lybie. Ces zones ont été sécurisées et la production a augmenté se traduisant par des exportations supplémentaires. Aux États-Unis le rendement de l'extraction du gaz de schiste s'épuise assez vite, il faut toujours forer de nouveau et si le prix passe au-dessous du coût marginal, les investissements s'arrêtent, or ce n'est pas le cas, les stocks augmentent toujours. Si on regarde le Consensus, cette année le prix est à 60 mais l'année prochaine le rebond apparaît spectaculaire : 75.

Laurent Clavel : Les modèles sur le prix du pétrole du canadien Kilian envisagent la dynamique des prix du pétrole par paliers. Ces derniers peuvent correspondre aux prix de rendement de certaines sources non-conventionnelles ou au prix d'équilibre budgétaire des pays producteurs. Ainsi, seuls trois pays de l'Opep parviennent à dégager un excédent budgétaire avec un prix du pétrole de 55\$ (source : FMI). Pour autant, aujourd'hui, le cartel choisit de maintenir sa production pour éviter de perdre des parts de marché et fait référence à la leçon retenue lors du contre-choc pétrolier des années 1980.

1. Jess, Roucher, Bernard et Cléaud, juin 2013, « Comment prévoir le prix du pétrole ? », *Note de conjoncture de l'Insee*.

Ariel Emirian : C'est l'effet pétrole sur le budget et les coûts marginaux dans la région qui sont assez bas ; il suffit d'augmenter la production pour compenser la baisse des prix. On le voit au Moyen-Orient mais aussi au Venezuela, en Afrique. C'est un effet d'inondation. Autre facteur qui a joué est la décision de l'Opep de ne pas baisser la production en novembre dernier, ce qui a accéléré la baisse du prix. Enfin la normalisation des relations États-Unis-Iran permettrait à ce dernier d'exporter son pétrole à nouveau, surtout à partir de 2016 ce qui accentuerait l'excès d'offre

Xavier Ragot : Suivez-vous le *Consensus* (75 en 2016) ou en déviez-vous ?

Ariel Emirian : Nous sommes en-dessous du Consensus, nos prévisions sont de l'ordre de 70 pour l'année prochaine, même en dessous 60 ou 65.

Xavier Ragot : Question suivante : est-ce l'euro qui baisse ou le dollar qui s'apprécie ? Jusqu'où ?

Laurent Clavel : Pour répondre à cette question, il me semble qu'une stratégie envisageable est de trouver une troisième monnaie qui servirait de référence. Le yuan n'est pas une bonne référence parce qu'on peut penser que les autorités chinoises ont une stratégie de taux de change vis-à-vis du dollar ; le franc suisse pose également problème puisque la Banque de Suisse se positionne notamment vis-à-vis de l'euro. Il me semble en revanche qu'on peut considérer le yen comme référence, car il s'agit d'une devise de réserve, et même si le Japon a une politique monétaire très particulière et inédite. Le second benchmark peut être le DTS (droit de tirage spécial, SDR en anglais) qui sert de référence au FMI et qui est un panier de monnaies (comme l'était l'écu). Par rapport au yen, sur la période 2014 et début 2015, l'euro comme le dollar s'appréciaient vis-à-vis du yen, en lien avec la très forte injection de liquidités au Japon ; ensuite on observe une dépréciation de l'euro vis-à-vis du yen (d'environ 12 %) et une appréciation du dollar du même ordre de grandeur vis-à-vis du yen. Il semble donc qu'au premier ordre il y ait à la fois une dépréciation de l'euro et une appréciation du dollar, les deux étant globalement du même ordre de grandeur.

En termes de facteurs économiques, il y a divergence des politiques monétaires, avec l'assouplissement quantitatif côté zone

euro et à l'inverse l'arrêt du QE américain puis des anticipations de relèvement de taux.

Il est très compliqué de prévoir les taux de change, comme l'illustre le papier de Meese et Rogoff, toujours d'actualité, et nous figeons conventionnellement les taux de change bilatéraux en prévision à un niveau proche du dernier cours de marché (1,08 US\$/€ dans la *Note de conjoncture de l'Insee* publiée le 2 avril). Pour autant, on peut regarder l'évolution des déterminants théoriques du taux de change : divergences de croissance, de balance courante ou de taux d'intérêt réels. Si la désinflation en zone euro se poursuivait, alors le taux d'intérêt réel en zone euro serait plus élevé qu'aux États-Unis, ce qui limiterait la dépréciation de l'euro. C'est, de fait, ce qu'on a vu depuis la crise.

Xavier Ragot : Avez-vous une prévision sur le taux de change, un scénario ?

Laurent Clavel : On reste au dernier point connu (1,08 US\$/€).

Ariel Emirian : Sur le taux de change, j'insisterai sur la problématique des différentiels de taux et les flux de capitaux. La zone euro est en excédent de la balance des paiements courants, et on observe un doublement des exportations de capitaux qui vont vers le dollar. Cette situation devient même structurelle car on a observé récemment la mise en place de positions de *carry trade* euro-dollar. On observe une explosion des émissions obligataires en euros des institutions financières d'un côté, et de l'autre beaucoup de flux de capitaux qui vont de l'euro vers les États-Unis. À ce point le yen est un bon exemple car en 2004 et 2005, les politiques monétaires expansionnistes au Japon et de *carry trade* yen/reste du monde ont duré longtemps, jusqu'à la crise de 2008 avec beaucoup de *leverage*. On a le sentiment que la même situation se reproduit avec l'euro et qui pourrait s'accentuer dans les 2-3 ans à venir. C'est un facteur qui joue en faveur de la baisse de l'euro. Le risque serait qu'en cas d'appréciation excessive de l'euro, les investisseurs fortement endettés en cette monnaie ne puissent pas refinancer leur position. Si on assistait à un retournement de l'euro de 15 ou 20 % sur un mois, on assisterait à des effets désastreux sur les risques de crédit et de marché. Je penche plutôt pour une dynamique sur deux ou trois ans de pression à la baisse de l'euro liée à ce différentiel de taux. Actuellement l'investisseur qui regarde le *total return* a

intérêt à aller sur le dollar. Aucune raison ne permet aujourd'hui de penser à un retour sur l'euro.

Éric Heyer : Plus l'euro baisse, plus le risque suisse diminue ?

Ariel Emirian : On prévoit l'euro à 1,1 fin 2015 et 1 fin 2016.

Xavier Timbeau : Le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis va continuer à creuser un écart jusqu'à ce que la BCE normalise sa politique fin 2016. C'est ce qui renforce le scénario et qui date le franc suisse. Y-a-t-il un risque de réaction de la Fed dans cette guerre des monnaies ? Un dollar élevé ne risque-il pas de conditionner la politique monétaire américaine ?

Ariel Emirian : C'est déjà un débat aux États-Unis qui pose des problèmes politiques. La force du dollar fait souffrir un certain nombre de secteurs exportateurs aux États-Unis. On voit bien que le calendrier du resserrement de la politique monétaire américaine ne cesse d'être repoussé. Il est vraisemblable qu'on va rester dans cette situation diffuse qui pousse au gonflement du prix des actifs.

Xavier Ragot : Je me permets de rebondir sur les risques financiers liés aux politiques monétaires européenne et américaine. Est-ce que vous identifiez cela comme un risque au-delà du gonflement des carrytrade ?

Ariel Emirian : Depuis quelques années on observe aux États-Unis mais aussi en zone euro avec l'écrasement des primes de risque l'accès facilité au marché de nombre d'émetteurs de faible qualité, de pays africains par exemple qui n'avaient jamais accédé au marché du crédit obligataire, on observe aussi le développement d'un tas de produits financiers qui sont des substituts à la liquidité comme les Exchange Traded Funds (ETF). Nous sommes dans un environnement de liquidité abondante qui cache des risques d'illiquidité : le marché obligataire est beaucoup plus segmenté avec des petits émetteurs, des produits dont on ne connaît pas la liquidité ; c'est un risque d'instabilité financière qui monte. Par ailleurs avec la réglementation bancaire, Bâle III, les banques se retirent du financement international, les intermédiaires se retirent et les *asset managers* prennent le pas sur les banques pour les financements internationaux. Le risque systémique est difficile à prévoir car les *asset managers* ne sont pas soumis à une surveillance macrofinancière et on peut assister à une décollecte forte des *asset managers*, ce qui peut enclencher une déflation du prix des actifs assez forte.

Xavier Ragot : Pour terminer sur la partie « Monde », y a-t-il un risque sur les émergents ?

Laurent Clavel : Nous avons consacré récemment deux études sur le risque des émergents, une en décembre dernier², l'autre en juin 2014 plus spécifiquement sur la Chine³. Il nous semble qu'il y a un parallèle assez fort avec la situation du début des années 1990 avec l'anticipation de relèvement des taux américains. Aujourd'hui, un certain nombre d'émergents (notamment le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Turquie et l'Afrique du Sud) ont développé des déséquilibres courants importants et certains se sont endettés en dollars avec une couverture du risque de change difficile à évaluer. Pour autant, par rapport au début des années 1990, des réformes ont été faites dans plusieurs de ces pays : l'ancrage de leur devise sur le dollar a laissé la place à une politique de change plus souple de « flottement administré », le niveau de réserves de change accumulées est beaucoup plus important, et la dette extérieure de la plupart de ces pays a nettement décru depuis les années 1990 avec, de plus, un allongement de la maturité. Au total, le risque des émergents semble moins probable qu'au début des années 1990 mais, s'il se concrétisait, il aurait un impact plus défavorable sur les économies avancées. En effet, au début des années 1990, le poids des émergents dans le commerce mondial d'une part, et dans le bilan des banques des économies avancées d'autre part, était faible. Aujourd'hui, le risque semble plus faible mais son impact serait plus fort. Concernant la Chine, on assiste à un ralentissement spectaculaire, avec +7,4 % de croissance affichée en 2014, soit le plus bas niveau depuis 1990.

Dans notre étude de juin 2014, on essaie de comparer la Chine d'aujourd'hui, le Japon d'après la Seconde Guerre mondiale, la dynamique de Singapour à partir du milieu des années 1960 et la Corée et la Thaïlande des années 1970. En effet, le Japon a connu l'équivalent des Trente Glorieuses en plus prononcé, puis l'économie coréenne a connu une phase de forte croissance et, à partir de 1990 et son ouverture au commerce mondial (et son adhésion à l'OMC), l'économie chinoise a connu une forte croissance.

2. Alhenc-Gelas, décembre 2014, « Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées », *Note de conjoncture de l'Insee*.

3. Roucher et Xu, juin 2014, « La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ? », *Note de conjoncture de l'Insee*.

Les trajectoires sont relativement similaires (+6,7 % de croissance annuelle du PIB en moyenne entre 1956 et 1995 au Japon, +8,4 % entre 1963 et 1992 en Corée, +10 % entre 1980 et 2010 en Chine), avec un phénomène de rattrapage et une convergence de la richesse produite par habitant, suivi d'un changement de modèle de croissance. On passe ainsi d'une phase de forte croissance avec un modèle de production surtout industrielle, axé sur les exportations et l'investissement productif, les biens d'équipement et d'investissement, à un modèle avec davantage de consommation et une balance commerciale moins excédentaire. En Chine, on peut observer des progressions de l'industrie de 10 % par an, mais sans inflation. Avec 10 % de croissance annuelle des salaires, la progression du pouvoir d'achat des ménages devrait soutenir leur consommation. Et s'il y a changement de modèle en Chine, il peut s'accompagner d'un ralentissement de ses échanges extérieurs mais il peut être bénéfique à la France dont les exportations sont relativement plus orientées vers les biens de consommation (que les exportations allemandes par exemple).

Xavier Ragot : Mesurer les niveaux en Chine est difficile mais on a un trend, on sent « tangenter » la dynamique américaine.

Laurent Clavel : Certes le modèle chinois ressemble beaucoup aux expériences japonaise et coréenne mais le niveau du taux d'investissement est plus élevé, ce qui peut entraîner un impact plus fort lors du ralentissement.

Ariel Emirian : la Chine n'est pas une économie de marché, mais une économie centralisée, planifiée, socialiste et les ajustements ne se font pas par les prix mais plutôt par les quantités. C'est pour cela qu'on ne voit rien sur l'inflation, sur les taux d'intérêt sur les faillites... la Chine est un système financier public qui finance des entreprises publiques avec une garantie de l'État. Par conséquent, nous ne voyons pas de risque systémique en Chine de même nature que la crise déflationniste au Japon ou la crise financière aux États-Unis. L'ajustement risque de se faire *via* des faillites pilotées par les autorités, notamment d'entreprises ou de banques de taille moyenne.

Union européenne

Xavier Ragot : Avez-vous des points de forts désaccords sur nos prévisions pour l'Union européenne ?

Ariel Emirian : Le point important est la Grèce. L'effet direct de la Grèce sur le secteur financier a disparu et les mécanismes mis en place par la BCE (OMT, Union bancaire, ...) sont des pare-feux qui expliquent la différence des taux entre Grèce et zone euro. Aujourd'hui il est clair que la Grèce est insolvable. Il pourrait y avoir une restructuration type « Club de Paris » comme on a vu dans les pays africains ou d'Amérique centrale dans les années 1990 : une très grosse restructuration de la dette grecque. Le principal risque est celui d'une accentuation des fuites des dépôts. Si cette situation perdure, trois types de scénarios sont possibles : 1) le type chypriote, une sortie par le haut : gel des dépôts, contrôle des capitaux, avec un retour à un plan FMI. 2) un scénario intermédiaire : gel des dépôts, contrôle des capitaux et introduction d'une certaine forme de monnaie parallèle (reconnaisances de dette qui circuleraient), comme en Argentine, ce qui n'implique pas une sortie de la zone euro. Le scénario 3) est celui de la sortie de la zone euro où on ne maîtrise pas les conséquences. Cela remettrait en question l'irrévocabilité de la zone monétaire et pourrait conduire à une forme de fragmentation financière. Un euro dans un pays ne serait pas (ou serait moins) considéré comme équivalent à un euro dans un autre pays de la zone. L'impact politique est aussi difficile à mesurer.

Xavier Ragot : N'avez-vous pas un scénario intermédiaire un peu moins catastrophique avec des intérêts plus échelonnés ?

Danielle Schweisguth : La fuite des dépôts pose d'énormes problèmes aux banques grecques, le gouvernement ne peut plus financer ses treasury bills. À chaque débouclage les banques étrangères sortent et le gouvernement va puiser dans les réserves de l'État, dans les fonds de pension et aujourd'hui toutes les possibilités sont épuisées. L'État doit encore 7 milliards au FMI cette année et 7 milliards à la BCE cet été. De plus les recettes budgétaires sont 15% au-dessous des attentes. Pour l'instant ils accumulent les arriérés de paiement mais jusqu'à quand ? On ne voit pas comment l'État grec va sortir 7 milliards avant la fin de l'année.

Laurent Clavel : Sur la Grèce, la présentation dans vos prévisions est très différente de ce qu'on voit ailleurs et c'est très intéressant. Votre présentation est tournée vers des solutions pour la Grèce, et non sur les risques pour les économies de la zone euro ou pour la France. Vous prévoyez que cela va mal se terminer pour la Grèce et vous anticipez un changement d'opinion des Européens sur l'appartenance à la zone euro. Pourtant, on ne voit rien sur les taux d'intérêt souverains des autres États membres, au contraire les primes de risque baissent. L'absence de propagation et le découplage récent entre les taux souverains en Grèce (en hausse) et dans les autres pays périphériques (en baisse) tient probablement aux dispositifs de « pare-feu » installés depuis 2011 (notamment MES et QE). Pour l'économie française, l'impact direct d'un scénario défavorable en Grèce aurait peu d'impact : les ventes vers la Grèce ne représentent que 0,5 % des exportations françaises (plus généralement, le PIB de la Grèce représente moins de 2 % de celui de la zone euro), les prêts consentis et annulés ne représenteraient que 2 points de PIB de dette publique française, et l'exposition du secteur bancaire français au risque grec est désormais faible.

Vous demandiez en amont de cette réunion : l'Espagne va-t-elle vraiment mieux ? Nous en sommes convaincus, dans notre scénario la croissance y est très forte (+0,7 % par trimestre). Mais avec la période de fort endettement avant la crise et le manque de recul historique des données (disponibles essentiellement depuis 1995), il est difficile de savoir aujourd'hui où est le PIB potentiel et sa tendance.

Ariel Emirian : Sur l'Espagne, on assiste à une amélioration conjoncturelle mais arrive le problème de déséquilibre externe et de besoin de financement par manque d'épargne. On voit bien un rebond des exports mais pas de la production industrielle. Les gains de compétitivité de l'Espagne et les ajustements sont-ils suffisants pour rebondir ? J'ai un doute. De plus le niveau de dette extérieure de ces pays est très important même si elle est libellée en euros.

France

Xavier Ragot : Sur la France les remarques vont être nombreuses !

Laurent Clavel : Pour la France, nous sommes assez en phase avec votre scénario (+0,4 % puis +0,3 % au premier semestre 2015) et votre question qui est essentielle : « Allons-nous enclencher un cercle vertueux de croissance avec une reprise de l'investissement productif ? ». Cette question est pour nous à ce stade un aléa, puisque nos prévisions s'arrêtent à mi-2015. À très court terme, nous pensons que vous êtes trop optimistes car beaucoup d'éléments sont ponctuels, notamment sur l'énergie (consommation et production). De même, on voit mal comment la très forte croissance de consommation en produits manufacturés serait pérenne : avec +20 % en glissement annuel sur les immatriculations en mars, on est très au-delà de la progression du pouvoir d'achat. À la fois sur l'énergie et plus généralement sur la consommation, on s'attend à un léger ralentissement au deuxième trimestre. Dans notre prévision du premier trimestre 2015, les facteurs énergétiques contribuent pour 0,2 point et la croissance « sous-jacente » est donc plus basse, avec une légère accélération entre les premier et deuxième trimestres. Sur le déflateur de la consommation, la moyenne annuelle à +0,5 % en 2015 semble très élevée ; nous, nous sommes à -0,1 % d'acquis mi-2015 : si notre prévision est correcte, il faudrait donc une très forte accélération des prix au second semestre (avec une progression de l'ordre de +0,8 % par trimestre) pour atteindre +0,5 % sur l'année.

De même, vous indiquez que l'accélération de l'activité passera d'abord par un redressement de la productivité, et c'est un diagnostic que nous partageons, mais dans vos chiffres, on voit un redémarrage de l'emploi marchand très fort et rapide ; là encore, notre diagnostic au premier semestre 2015 est moins optimiste.

Pour l'investissement productif, nous utilisons comme indicateurs de court terme les enquêtes de conjonctures, qui sont toujours relativement basses, notamment dans les services, ce que résume bien notre indicateur de climat des affaires. L'enquête investissement qui porte sur la branche industrie, en effet, est mieux orientée ; en revanche, dans l'enquête sur les services, les soldes d'opinions relatifs aux dépenses d'investissement sont assez

dégradés. En termes de produit, nous anticipons une poursuite du recul de l'investissement en construction, globalement compensé par une légère progression dans les dépenses en autres produits et, au total, nous anticipons une stagnation de l'investissement des entreprises, à -0,1 % en glissement annuel mi-2015.

En termes d'aléa, nous considérons que le décalage entre le message des enquêtes, plutôt défavorable, et les facteurs favorables à l'investissement, notamment l'effet accélérateur de l'activité et la nette remontée du taux de marge, peut soit se résoudre « par le haut », c'est-à-dire que les enquêtes indiquent une prudence des entreprises à court terme, soit une résorption « par le bas », et les enquêtes signaleraient alors des difficultés plus structurelles qui pourraient se traduire, dans les modèles macroéconomiques, par une rupture de comportement.

Les autres freins à la reprise à court terme sont la construction, où d'une part nous anticipons une poursuite du recul de l'investissement des ménages en logement neuf, d'autre part les dépenses d'entretien et rénovation (qui représentent environ la moitié de l'investissement des ménages en construction) ont été impactées par la hausse de TVA au 1^{er} janvier 2014. Ce second élément, qui a pesé en 2014, devrait progressivement disparaître en 2015. Par ailleurs, l'investissement en travaux publics est également en repli, probablement en lien avec les baisses de dotations. Dernier frein à la reprise, les pertes de parts de marché hors change qui, même si elles sont moindres qu'avant-crise, demeurent⁴ et limitent le soutien des exportations, toutes choses égales par ailleurs. Dans notre prévision, le commerce extérieur contribue positivement à la croissance mais pour partie en lien avec la dépréciation de l'euro qui est un phénomène temporaire.

Enfin, la question de la capacité de rebond de l'économie française à plus long terme renvoie aux estimations de croissance potentielle et d'*output gap* avec une difficulté à partager entre perte en tendance et perte en niveau pendant et après la Grande Récession, ce que vous expliquez très bien dans votre document et que nous avons également présenté dans une étude il y a un an⁵. En

4. Borey et Quille, juin 2013, « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? », *Note de conjoncture de l'Insee*.

particulier, une question est de savoir s'il n'y a pas eu un déclassement accéléré du capital au moment de la crise.

Ariel Emirian : Sur la France, la question pour moi est celle du taux de marge des entreprises et l'investissement. Les entrepreneurs ne semblent pas enclins à retrouver la confiance ; l'euro et le prix du pétrole forment une amélioration par le bas, par les coûts. Cette amélioration des marges ne semble pas vouloir se transformer en investissement. L'autre question est liée à la stagnation de la productivité dans l'ensemble des pays, ce qui est inquiétant. Dans un contexte de croissance faible ceci conduit à penser que les entreprises qui vont croître le feront grâce à des gains de parts de marché plutôt que portées par la croissance globale comme par le passé.. Les prochaines années devraient être marquées par des mouvements de consolidation aussi bien en France qu'en zone euro.

Laurent Clavel : Dans l'estimation de nos modèles économétriques⁶, nous trouvons que le lien entre taux de marge et investissement productif est plutôt faible, et un modèle « accélérateur simple » (qui modélise le comportement cyclique du taux d'investissement par rapport à la valeur ajoutée, sans autre variable) a de bonnes performances. En suivant ce modèle, on peut attendre une accélération de l'investissement des entreprises, en lien avec les perspectives de demande interne comme externe. En revanche, ce diagnostic n'est pas confirmé à court terme par les enquêtes de conjoncture, qui renvoient un message plus défavorable, notamment dans les services.

Autre divergence entre nos prévisions : votre taux d'épargne est stable en prévision, alors que nous retenons une légère hausse, d'une part avec la hausse de l'épargne de précaution avec un chômage élevé et en hausse d'ici mi-2015, d'autre part et surtout parce que c'est un choc de revenu positif (lié à la chute des prix du pétrole) dont une partie est habituellement épargnée.

Mathieu Plane : Dans notre prévision, le chômage baisse à l'horizon 2016, ce qui incite plutôt à une légère baisse de l'épargne de précaution et l'écart critique entre la croissance des revenus des

5. Chantrel, Sutter, Lequien et Montaut, mars 2014, « Quel potentiel de rebond de l'économie française ? », *Note de conjoncture de l'Insee*.

6. Eudeline, Gorin, Sklénard et Zakhartchouk, décembre 2013, « En France, l'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? », *Note de conjoncture de l'Insee*.