Débat sur les perspectives économiques à court terme du 16 octobre 2003

Joachim Volz, Anton Brender, Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Valerie Chauvin, Eric Heyer, Xavier Timbeau

▶ **To cite this version:**

Joachim Volz, Anton Brender, Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Valerie Chauvin, et al.. Débat sur les perspectives économiques à court terme du 16 octobre 2003. Revue de l'OFCE, 2003, 87, pp.195 - 202. 10.3917/reof.087.0195 . hal-03393555

HAL Id: hal-03393555

https://sciencespo.hal.science/hal-03393555

Submitted on 21 Oct 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 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. Je remercie Françoise Milewski d'avoir organisé ce débat et d'avoir accepté la charge d'en faire la synthèse.

Jean-Paul Fitoussi

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 16 octobre 2003

Participants au débat :

Joachim Volz : DIW * Berlin

Anton Brender : DEXIA-AM

Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Valérie Chauvin, Eric Heyer, Xavier Timbeau : OFCE

Les enchaînements prévisionnels en Europe et dans le monde

Joachim Volz : Nous avons la même appréciation que celle de l'OFCE : le point bas en Europe a été atteint à l'été 2003. En revanche, en ce qui concerne la politique économique, nos anticipations sont un peu différentes : nous n'escomptons pas que la BCE baisse ses taux d'intérêts d'ici la fin de 2004, à l'inverse de l'OFCE. En revanche, le DIW anticipe une politique budgétaire neutre pour la zone euro, le déficit structurel ne variant pas, alors que l'OFCE inscrit une tendance légèrement restrictive. Au total, ces effets se compensant, il n'y a pas d'appréciations divergentes des effets de la politique économique sur la croissance. Les moyennes annuelles de la croissance pour 2003 et 2004 sont semblables, même si les profils sont un peu différents : la reprise de fin d'année 2004 est plus forte pour l'OFCE, conduisant à un plus grand optimisme pour 2005.

Anton Brender : Le grand mérite de la prévision de l'OFCE est de sortir des sentiers battus, en particulier sur deux points : à l'inverse de beaucoup de prévisions, vous anticipez non seulement que le dollar ne baissera pas, mais montera ; et vous considérez que l'endettement des ménages américains est soutenable. Nos analyses sont proches, mais notre prévision est un peu plus optimiste que la vôtre dans son chiffrement, de l'ordre d'un demi-point de PIB, car nous avons un peu plus de stimulation budgétaire tant aux États-Unis qu'en Europe.

* Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.

Les États-Unis

Joachim Volz : Aux États-Unis, le pire est derrière nous et les Bourses vont mieux. On peut cependant s'interroger sur le financement du déficit de la balance des paiements. Le seul financement à long terme ne suffira plus, ce qui conduirait à une forte baisse du dollar, peut-être même jusqu'à 1,40-1,50 comme le prévoient certains instituts. Mais on constate un afflux de capitaux à court terme. Il peut être interprété soit comme le signe d'une moindre confiance, soit comme la volonté des banques centrales, en particulier asiatiques, de stabiliser le dollar et de soutenir l'euro. La prévision du DIW compte sur la poursuite de ce soutien et anticipe un dollar à 1,15.

Jean-Paul Fitoussi : Le discours doit être cohérent. Si la croissance américaine est plus élevée, portée par des gains de productivité, et atteint par exemple 3,7 % comme le prévoit le consensus, la solvabilité américaine et le remboursement de la dette extérieure ne poseront pas problème. Il sera en effet plus rentable d'investir aux États-Unis qu'en Europe. Pourquoi, alors, le financement serait-il plus difficile que dans les années passées ? Mais si ce n'est pas le cas, c'est une très mauvaise nouvelle pour l'Europe, et il faudrait fortement réviser à la baisse les prévisions de croissance de la zone euro.

Anton Brender : Le déficit extérieur américain a été plus facilement financé que beaucoup ne le disaient. Mais le besoin de financement a augmenté : le différentiel de croissance États-Unis/Europe a accru le poids du déficit en proportion du PIB. De plus, son financement s'opère actuellement davantage par des capitaux courts que dans le passé. Les banques centrales, en particulier du Japon, de la Chine, etc. ont accumulé des réserves, au rythme de près de 300 milliards de dollars par an. Elles apparaissent dans les mouvements à long terme si les banques centrales achètent directement des obligations du Trésor américain, ou à court terme si elles déposent leurs réserves auprès de banques qui les détiennent sur le marché monétaire. Ceci pose problème pour la suite. Même si les entrées de capitaux reprennent, il faudrait qu'elles soient suffisamment importantes pour compenser ces flux d'intervention. Sinon, le dollar fléchira. La probabilité de voir remonter le dollar, comme le prévoit l'OFCE, est donc faible. Bien sûr, si la croissance américaine est dynamique, les débiteurs seront solvables. Mais il faut distinguer le risque de défaillance, qui est faible, du risque de change, qui résulte des masses de dollars accumulées dans le reste du monde. La question est de savoir quelle quantité de risque de change celui-ci accepte de prendre.

Xavier Timbeau : L'écart de prévision de 10 % sur le dollar (entre la prévision de l'OFCE d'un euro à 1,05 dollar à la fin de 2004, et la prévision de DEXIA-AM d'un euro à 1,15 dollar) représente un tiers

de point de croissance pour l'Europe, mais ne conduit pas à une modification du scénario. Trois arguments peuvent être avancés pour anticiper un dollar soutenu. Le premier porte effectivement sur la cohérence des prévisions. En second lieu, on a souvent annoncé dans le passé une baisse du dollar, et elle ne s'est pas produite… Enfin, on fait le pari que les autorités de politique économique sauront gérer l'évolution du change : dans la phase de ralentissement économique, le dollar ne s'est pas fortement dévalué car les titres publics ont pris le relais des titres privés. Dans la phase actuelle de reprise, la hausse des investissements accroît les besoins de capitaux à long terme. La rentabilité des entreprises américaines est élevée, ce qui attire les capitaux étrangers, et les entrées peuvent être comparables aux montants antérieurs. Dans ces conditions, le besoin de financement public pourra être réduit. De plus, les réserves de change accumulées par les banques asiatiques pour stabiliser leurs devises face au dollar vont se poursuivre ; leur comportement aurait pu se modifier au début de 2003 compte tenu du climat général d'incertitudes qui pesait sur l'économie américaine, mais elles ne l'ont pas fait ; il y a moins de raisons qu'elles le modifient aujourd'hui quand la croissance redémarre.

Anton Brender : Certes les banques centrales ne vont probablement pas vendre. Mais la question cruciale est de savoir ce qui se passe si elles cessent d'acheter. Nous pensons aussi que le dollar ne va pas s'écrouler, mais il me semble peu probable qu'il s'apprécie significativement.

Joachim Volz : Nous avons déjà vécu la période la plus risquée, quand la croissance était faible ; aujourd'hui, nous sommes en phase de reprise. Mais l'ampleur de réserves accumulées dans les banques asiatiques est considérable : de l'ordre de 2 billiards d'euros. Et l'Histoire nous conduit à la prudence ; il faut en effet faire attention au raisonnement du type : « *le pire est derrière nous* ». Dans les années 1960, la croissance était forte aux États-Unis et faible en Europe ; puis le grand choc sur le dollar s'est opéré au début des années 1970 en quelques mois !

Jean-Paul Fitoussi : Il faut distinguer la question de la soutenabilité à un horizon de dix-huit mois, du problème à long terme : combien de temps le reste du monde acceptera-t-il d'accroître dans son portefeuille la part des actifs américains au taux de 2 % par an ? De plus, combien de temps est-il soutenable que la productivité européenne soit aussi faible ? Le rééquilibrage devrait provenir d'une hausse de la productivité en Europe.

Joachim Volz : Il y a trois ans, on insistait sur l'impact positif des TIC, puis, au moment de l'éclatement de la bulle, sur la « fin de la nouvelle économie »…

Hélène Baudchon : … pas à l'OFCE, où l'on a toujours soutenu que la « nouvelle économie » résistait !

Anton Brender : Y a-t-il en outre, aux États-Unis, un risque d'éclatement d'une bulle immobilière ? Je ne le crois pas. Mais il faut voir pourquoi la question est importante, et souligner le rôle du maintien des prix de l'immobilier depuis trois ans. S'ils venaient à baisser, les difficultés économiques seraient considérables car l'essentiel de l'endettement des ménages est gagé par de l'immobilier. Son rôle est central pour le financier américain. Le fonctionnement du marché hypothécaire a permis à la fois de refinancer les crédits et de « liquéfier » le patrimoine immobilier des ménages. L'impact de ces mécanismes sur la volatilité des taux d'intérêts est significatif. La forte variation des taux constatée récemment est la conséquence des mécanismes de couverture des *mortgage backed securities*. D'autant que le marché des *mortgage* est désormais bien supérieur à celui de la dette publique. Une étude récente de la Fed l'a d'ailleurs montré. La question de la bulle immobilière et des mécanismes financiers propres à l'immobilier est donc essentielle. Il y a là une source d'accident possible à tout moment.

Enfin, comment l'OFCE estime-t-il l'impulsion budgétaire américaine ? Celle que nous inscrivons serait un peu plus forte que celle que vous décrivez.

Hélène Baudchon : C'est un calcul OFCE, fondé sur les estimations du CBO, sur des hypothèses propres relatives à la situation des États, et sur la prise en compte des effets de calendrier.

L'Europe

Joachim Volz : En 2000, les replis américain et européen étaient synchrones. En 2003, les tendances sont désynchronisées : la reprise se manifeste aux États-Unis, puis au Japon, et elle peut-être anticipée en Europe, même si la croissance européenne demeurera inférieure à son potentiel. Cette désynchronisation réduit en tout cas le risque d'un *boom* en 2004.

Jean-Paul Fitoussi : On peut parler d'un nouveau concept : la synchronie molle européenne. On attend de l'action des gouvernements un entraînement de la croissance. Mais la confiance est moindre si la croissance repose sur une impulsion extérieure aléatoire.

Joachim Volz : En Allemagne, le gouvernement concentre son action sur le chômage structurel, par des incitations financières, au lieu de penser en termes macroéconomiques. C'est la même chose pour les déficits publics. Ceux-ci seront de 4 % en 2003 et de 3,5 %

en 2004. Il faudrait que les décisions du gouvernement soient plus claires, notamment dans le domaine fiscal, de sorte à lever les incertitudes. En France, où l'on annonce que l'on coupe dans les dépenses, la situation est semblable.

Jean-Paul Fitoussi : C'est le discours européen de stabilité macroéconomique et de réformes structurelles. L'Allemagne a régulièrement tenu le discours de la réforme structurelle, si bien qu'elle a été mieux perçue par les autorités communautaires, malgré l'ampleur de son déficit. Mais l'illisibilité de la politique économique, en particulier budgétaire, n'est-elle pas une conséquence structurelle du Pacte de stabilité et de croissance ?

Joachim Volz : Le discours consiste à dire que puisqu'on a le Pacte, il faut le respecter en tant que tel. Pourtant, on voit bien avec des expériences comme celles du Royaume-Uni ou de la Finlande qu'un pays peut évoluer très vite d'un déficit à un excédent !

Anton Brender : Il n'existe actuellement plus de politique conjoncturelle. Deux questions peuvent être posées à propos du Pacte. La première concerne la période 1998-2000 : le Pacte n'a pas été pris au sérieux dans cette période. S'il l'avait été, l'Europe aurait dû tirer parti de la croissance soutenue pour passer d'un déficit public à un équilibre…

Jean-Paul Fitoussi : … c'est facile à dire *ex post*. Mais la croissance n'était pas assurée en 1998-1999…

Anton Brender : … il n'empêche que pour rester dans la logique du Pacte, il fallait réduire les déficits structurels. Aucun grand pays ne l'a fait.

Vient alors une deuxième question. Si le Pacte avait d'emblée été pris au sérieux, aurait-il permis de gérer convenablement la conjoncture ? Ce n'est pas sûr. L'expérience américaine montre que pour répondre à des secousses violentes, le creusement du déficit structurel doit pouvoir être important. En Europe, le passage d'un équilibre à un déficit global de 3 % n'aurait probablement pas suffi.

Quant au discours sur la confiance, selon lequel si on réformait le PSC, on entamerait la confiance…

Joachim Volz : En Allemagne, le débat sur la défense ou la réforme du PSC est devenu un débat de politique intérieure à part entière.

Jean-Paul Fitoussi : Les gouvernements font des efforts pour réduire les déficits structurels. Le PSC reste donc crédible. Il a désormais un objectif implicite : contraindre les gouvernements à entreprendre des réformes structurelles. La doctrine de la Commission est désormais que l'on peut accepter des déficits supérieurs à 3 % si de telles réformes sont mises en œuvre. Implicitement, cela suppose que la réforme structurelle produit de la croissance.

Anton Brender : Le PSC fonctionne peut-être comme levier, mais il n'est plus crédible.

Joachim Volz : C'est l'Allemagne qui avait poussé au 3,0 %. Aujourd'hui, c'est donc difficile pour elle de reculer !

Anton Brender : Il faudrait montrer le coût du détournement du PSC, décrit par Jean-Paul Fitoussi, c'est-à-dire le coût qu'implique la perte des marges de manœuvre face à des chocs. En comparant avec la situation américaine, on devrait pouvoir évaluer ce que l'on a perdu en Europe en termes de croissance. Par ailleurs, les « petits pays » ne devraient pas s'insurger autant : ils auraient en effet dû restreindre leurs budgets beaucoup plus qu'ils ne l'ont fait si l'Allemagne et la France avaient appliqué le PSC.

Xavier Timbeau : Depuis 2001, les écarts États-Unis/Europe peuvent être évalués à 4 points de croissance et 4,9 points d'impulsion de politique économique. Du point de vue des capacités de financement, on assiste à des tendances inverses : aux États-Unis, la dépense publique s'est substituée à la dépense privée : dans la zone euro, on a au contraire un excédent d'épargne ; en Allemagne et en France, les balances courantes s'améliorent, tandis qu'en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal elles se détériorent.

Jean-Paul Fitoussi : En Europe, il y a un changement doctrinal : les autorités de politique économique ne croient plus en des politiques de demande.

Hélène Baudchon : Aux États-Unis à l'inverse de l'Europe, la marge de manœuvre initiale en 2001 était considérable, puisque les États-Unis avaient accumulé des excédents publics entre 1998 et 2001. L'impulsion aurait-elle été la même si le solde budgétaire fédéral affichait déjà un déficit ?

Jean-Paul Fitoussi : Lors de la relance Reagan, il n'y avait pas de marge de manœuvre initiale.

Anton Brender : Il y a bien un excès d'épargne en Europe. Notre gestion de la conjoncture ne permet pas de l'absorber. Mais le système financier est aussi en cause : le système européen est en retard, désintégré, et le traitement des refinancements de dettes est insuffisant. Or on a déjà commenté l'importance de la renégociation des emprunts hypothécaires aux États-Unis. Le système financier américain, plus souple, parvient à capter l'épargne mondiale. Dans un environnement mondial où l'on sait que l'épargne va s'accroître à moyen terme, l'Europe est handicapée.

La France

Jean-Paul Fitoussi : Deux questions se posent : l'assainissement financier des entreprises est-il assez avancé pour permettre une reprise des investissements ? D'autre part, comment expliquer le niveau aussi élevé du taux d'épargne des ménages ?

Anton Brender : La faiblesse des investissements, un peu plus marquée dans notre prévision que dans celle de l'OFCE, s'explique essentiellement par l'insuffisance de la demande. En ce qui concerne le taux d'épargne, l'OFCE insiste sur l'importance de l'épargne de précaution. Mais si c'était le cas, le taux de placement aurait augmenté. Or ce taux est stable autour de 12 %. En réalité, c'est l'absence de dynamisme de l'endettement qui explique l'évolution à la hausse du taux d'épargne financière. Cela n'est pas à proprement parler de l'épargne de précaution.

Jean-Paul Fitoussi : Mais de deux choses l'une : soit le système financier ne recycle pas suffisamment les dettes, soit les ménages sont frileux. Une absence d'endettement peut témoigner d'un comportement de précaution, même si le mécanisme n'est pas le même que celui d'une épargne de précaution.

Valérie Chauvin : Le ralentissement des crédits de trésorerie a été beaucoup plus marqué que celui des crédits au logement. Il traduit la frilosité des ménages et leur crainte d'acheter des biens durables.

Eric Heyer : En France, les créations d'emplois et l'impulsion budgétaire ont été plus fortes que chez nos partenaires européens, d'où une consommation plus soutenue en 2002 notamment. Mais cette spécificité disparaît à l'horizon de notre prévision.

Jean-Paul Fitoussi : La baisse prévue du déficit public est-elle crédible ?

Joachim Volz : En Allemagne elle ne l'est pas.

Anton Brender : La France, comme l'Allemagne il y a un an, espèrent que rien ne se produira de grave dans leur environnement. On espère à chaque fois que l'année suivante aidera à résoudre les problèmes. Mais on prend ainsi de plus en plus de risques. Si un choc supplémentaire survenait, le déficit pourrait atteindre 5 % — même si aucune mesure de soutien n'était prise — par le seul fait du ralentissement de la croissance. La promesse de réduire les déficits, ou de ne pas dépasser trop les 3 %, pourrait, contrairement à ce que l'on dit, être lourde de conséquences pour la crédibilité du Pacte. Qu'en restera-t-il si l'an prochain la conjoncture était défavorable ?

Jean-Paul Fitoussi : Mais après le mouvement de critique du PSC à l'automne 2002, tout le monde est rentré dans le rang au printemps 2003…