

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 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 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 Marion Cochard, Laurence Duboys Fresney, Éric Heyer et Xavier Timbeau d'avoir accepté la charge de faire la synthèse de ce débat.

Jean-Paul Fitoussi

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 19 octobre 2005

Participants au débat:

Karine Berger: INSEE

Laure Maillard: CDC IXIS

Jean-Paul Fitoussi, Hélène Baudchon, Éric Heyer,

Christine Riffart et Xavier Timbeau: OFCE

Monde: la croissance mondiale est-elle soutenable?

Karine Berger: Tout d'abord, je voudrais préciser que les prévisions effectuées à l'INSEE sont des prévisions à plus court terme (deux à trois trimestres). Votre horizon de prévision est plus long, et mes réactions seront donc quantitatives sur le court terme et qualitatives au-delà de deux trimestres. En outre, l'ensemble de mes commentaires seront personnels et n'engagent donc pas l'INSEE.

Pour répondre à la première question, concernant la comparaison du diagnostic actuel au précédent, il me semble que votre vision de la situation économique a peu changé en un an. Elle est même sans doute encore plus optimiste puisqu'elle s'appuie sur la résorption de certains déséquilibres, notamment hors zone euro.

Mon principal désaccord avec cette prévision concerne votre analyse des conséquences du choc pétrolier actuel. La hausse du prix du pétrole de 30 \$ à 60 \$ en deux ans a généré un choc de demande mondiale par le biais de la consommation des ménages. C'est tout de même un point de PIB qui a été transféré des pays importateurs aux pays exportateurs de pétrole, et qui ne sera pratiquement pas consommé. Ce choc pétrolier rend peu probable une accélération de la demande mondiale. Ma principale interrogation est donc de savoir si ce choc de court terme a été pleinement intégré.

En dehors de cette question du pétrole, je suis globalement d'accord avec votre scénario, favorable pour les États-Unis, plutôt défavorable pour l'Europe qui décroche. De même pour le dynamisme des pays émergents asiatiques, même si là encore, il faudra être attentif aux conséquences de la hausse du pétrole, puisque c'est en Asie que l'équilibre de production pourrait être le plus touché.

Laure Maillard : Pour ma part, je suis davantage en accord avec la position de l'OFCE concernant l'impact du choc pétrolier. L'équilibre mondial persiste car le choc est moins important que lors des crises de 1973 et de 1979 et a été bien absorbé dans toutes les économies. Nous partageons votre vision d'une économie américaine rassurante, d'une zone euro à la traîne et qui montre les signes d'une faiblesse structurelle, pesant notamment sur ses exportations. Idem pour la nouvelle donne de l'économie mondiale, avec la place grandissante des économies émergentes, et surtout de la Chine. L'évolution de la consommation de pétrole en Chine ainsi que la politique de change chinoise seront les clés de l'évolution de l'économie mondiale.

Xavier Timbeau : Effectivement, l'impact du pétrole sera la clé de l'économie mondiale. Je pense que le choc de demande existe mais qu'il est atténué par un effet transfert : l'argent du pétrole transféré est soit dépensé, soit recyclé sur les marchés financiers qui bénéficient donc d'une abondance de liquidités, ce qui permet le maintien des taux d'intérêt à des niveaux raisonnables. La principale menace réside en fait dans le risque d'inflation, qui déboucherait sur des changements de prix relatifs, de taux de change, etc. et, *in fine*, sur un conflit de répartition et une grande incertitude économique. La question qui se pose est donc de savoir pourquoi ces mécanismes déjà connus ne se sont pas encore enclenchés, si ce choc n'a tout simplement pas encore produit ses effets. Pour notre prévision, nous avons tranché en faveur d'un choc payé par les consommateurs et parfaitement absorbé par les économies.

Jean-Paul Fitoussi : D'autant que les deux premiers chocs pétroliers sont survenus dans un contexte d'inflation, d'emploi élevé et de marchés financiers segmentés...

Xavier Timbeau : De plus, il s'agissait de rationnement quantitatif, d'un choc d'offre et pas de demande, comme c'est le cas ici.

Christine Riffart : Celui-ci est étalé depuis 2000, alors que les autres chocs pétroliers ont été beaucoup plus violents, les prix augmentant brutalement en l'espace d'un mois en 1973. Mais surtout aujourd'hui, nous ne sommes plus en phase inflationniste : la pression concurrentielle est beaucoup plus vive, ce à quoi vient s'ajouter l'effet euro en Europe. Les entreprises ne peuvent donc plus augmenter les prix comme avant. Elles vont compenser le choc pétrolier en faisant pression sur les coûts : on assiste à une contraction à la fois des marges et des coûts salariaux. On ne se trouve plus du tout dans la situation des années 1970, mais plutôt dans une situation qui, à l'extrême, tend vers la déflation.

Par ailleurs, l'impact du choc pétrolier sur la consommation a été largement intégré dans nos prévisions, mais il n'en reste pas moins que la dynamique de la demande reste présente. Elle intègre bien un ralentissement dû à l'effet pétrole.

Karine Berger: Oui, on voit d'ailleurs directement l'effet en France de la baisse des prix sur les prix à l'exportation. Aujourd'hui, nous ne sommes plus en phase de boucle inflationniste, car la pression concurrentielle internationale est plus intense, ce à quoi vient s'ajouter l'effet euro. Les entreprises vont sans doute compenser le choc pétrolier en faisant pression sur les coûts: on constate bien une contraction à la fois des marges et des coûts salariaux, notamment en France au travers de l'évolution des prix à l'exportation. Ce choc pétrolier serait donc effectivement porté *in fine* par les ménages.

Je voudrais revenir sur vos hypothèses de stabilisation du prix du pétrole et de la demande mondiale. Tout le monde s'accorde à propos de l'effet du pétrole sur la consommation, donc sur une contraction de la demande intérieure. Pour moi, deux scénarios sont possibles. Soit la demande mondiale accélère, ce qui signifie que les entreprises auraient besoin de plus de pétrole pour produire et conduirait à une hausse supplémentaire du prix du pétrole. Soit, inversement, on croit que l'effet endogène de contraction de la demande interne sera suffisamment fort pour faire ralentir le commerce international. Et là, on pourrait en déduire que les prix du pétrole vont décroître. Mais j'ai du mal à comprendre comment on peut concilier les deux scénarios à la fois, c'est-à-dire en même temps un pétrole qui arrête de monter et un commerce mondial qui accélère en dépit de la contraction de la demande interne.

Jean-Paul Fitoussi: À l'époque des premiers chocs pétroliers, les pétrodollars ne pouvaient être recyclés qu'en Europe, où les opportunités d'investissement étaient faibles, alors qu'aujourd'hui ils sont directement recyclés en Asie. En raison de ce recyclage des pétrodollars, l'augmentation de la capacité de production asiatique compense les effets inflationnistes du choc.

Par ailleurs, n'y a-t-il pas un aspect spéculatif dans l'augmentation du prix du pétrole qui aurait conduit à une surréaction?

Christine Riffart: C'est presque essentiellement une prime de risque qui maintient les prix à 60 \$ puisque les fondamentaux du marché devraient continuer à s'améliorer en 2005 et en 2006. Nous faisons l'hypothèse d'une détente des fondamentaux, le marché restant suffisamment approvisionné, et du maintien de la prime de risque en raison de l'absence de marges de production disponibles qui rend le marché très vulnérable.

Jean-Paul Fitoussi: A long terme, il y a deux effets contradictoires: un effet de substitution qui aurait tendance à faire baisser le prix du pétrole vers 0, et un effet de rareté qui le pousserait vers l'infini.

Karine Berger: Je voudrais rebondir sur deux éléments qui ont été soulevés concernant la question pétrolière.

Vous proposez que l'on réfléchisse aux risques d'inflation du côté mondial et de déflation du côté de la zone euro. Vous suggérez que le choc pétrolier sera entièrement absorbé par le salariat, c'est-à-dire que non seulement il y aurait absorption du choc de premier tour, mais qu'en plus, face à la hausse des prix des consommations intermédiaires, les entreprises augmenteraient leur prix de production. C'est également le salarié-consommateur qui « absorberait » la contraction des coûts salariaux et donc l'ensemble du choc. Et, dans ce cadre, votre scénario est celui d'une déflation tant au niveau européen, qu'au niveau mondial.

Je trouve ce scénario original par rapport aux deux scénarios traditionnels d'un choc pétrolier :

première possibilité : un scénario de boucle inflationniste. Mais à l'heure actuelle, personne n'y croit, notamment du fait de la concurrence que vous avez évoquée au niveau mondial, qui ne laisse qu'un rôle très restreint aux salariés dans le conflit de répartition et ne fait pas craindre de bouclage par les coûts salariaux.

scénario opposé : rien ne se passe parce que l'ajustement est porté par les salaires et que le partage de la valeur ajoutée est défavorable au salariat à la fois par rapport au capital et au taux de marge.

Nous envisageons un scénario intermédiaire, qui suppose un premier choc suivi d'une sorte de « tour et demi ». En d'autres termes, nous pensons qu'à l'échelon de la zone euro une partie de la hausse des prix des consommations intermédiaires ne sera pas récupérée *via* les négociations salariales par des baisses de salaires réels. Nous pensons que cette hausse des prix des consommations intermédiaires sera un peu répercutée par les entreprises sur leur taux de marge et un peu sur leurs prix de production. Et la conséquence de cet enchaînement serait la diffusion partielle de l'inflation à partir du début 2006.

Laure Maillard : Sur ce débat, je rejoins l'OFCE. Je pense que pour comprendre ce choc pétrolier, il faut oublier ceux des années 1970 et regarder ce qui se passe aujourd'hui. Aux États-Unis, comme en Europe, l'inflation d'ensemble est quasiment deux fois supérieure à l'inflation sous-jacente. Le consommateur paie le choc, mais il n'y a pas d'effets de second tour puisque les entreprises s'ajustent.

On peut néanmoins se demander d'où vient la déflation manufacturière : du choc pétrolier qui contraint les entreprises à réduire leurs coûts (donc moins de hausse du pouvoir d'achat et moins d'emploi), ou de l'émergence d'un monde plus concurrentiel que par le passé ?

Sur la question du prix du pétrole, nous nous situons sur la même ligne que vous, mais avec un pétrole à 70 \$. Nous ne croyons ni à une baisse de la prime de risque, ni à un quelconque contre-choc pétrolier.

Reste une interrogation : les entreprises compriment-elles leurs marges ? Quelle est la situation des entreprises françaises et allemandes

et vont-elles pouvoir comprimer leurs marges indéfiniment tout en continuant à investir et à être compétitives?

Zone euro

Jean-Paul Fitoussi: On peut s'interroger sur les faiblesses du *policy mix* européen qui fait d'un choc pétrolier le moyen d'éviter la déflation!

Laure Maillard: Nous sommes aussi assez critiques sur la manière dont est mené le *policy mix* européen.

Il est assez difficile de lire la politique budgétaire européenne. Par exemple, la stratégie allemande de hausse de la TVA et de baisse de l'impôt sur les sociétés est pénalisante pour la France.

Concernant la politique monétaire, on peut s'interroger sur sa capacité à agir avec des canaux de transmission aussi divers que les différents pays? La politique monétaire en Europe semble accroître les déséquilibres puisque, par exemple, elle est accommodante en Espagne et restrictive en Allemagne.

Jean-Paul Fitoussi: Les problèmes de la politique monétaire unique sont connus depuis le début. À l'échelle des nations, les régions ne sont pas toutes dans la même situation, mais il existe des instruments pour tenir compte de cette hétérogénéité, instruments absents à l'échelle européenne. Et c'est la raison pour laquelle le *policy mix* est une fiction.

Laure Maillard: On a un peu de mal à comprendre les intentions de la BCE puisqu'on a assisté à un revirement complet le 6 octobre dernier quand, par exemple, ses membres se sont inquiétés d'un risque inflationniste *via* des hausses de salaires en Allemagne, alors qu'outre Rhin, jusqu'à présent, l'évolution des salaires réels est négative. Heureusement qu'à l'heure actuelle les taux longs sont décorrélés des taux courts parce que, finalement, si la BCE augmentait ses taux, elle ne se contenterait pas d'une absence de *policy mix* mais d'un *policy mix* à contre emploi. On discerne mal les motivations de la BCE puisque les anticipations d'inflation restent ancrées autour de 2 % malgré la hausse des prix du pétrole, ce qui peut être un signe de crédibilité.

Jean-Paul Fitoussi: Il y a deux conceptions de la crédibilité: pour la FED la crédibilité permet d'agir, alors que pour la BCE on perd sa crédibilité lorsqu'on agit. En France, on a le sentiment que c'est ce type de raisonnement inversé qui détermine le discours de la BCE.

Hélène Baudchon: On peut quand même voir dans l'attitude de la BCE une certaine forme d'action puisque elle n'a pas bougé ses taux. Certes elle ne les a pas baissés mais elle ne les a pas augmentés non plus alors qu'elle l'envisageait. En ne les bougeant pas, j'ai quand même

l'impression qu'elle apporte un certain soutien à la conjoncture européenne.

Jean-Paul Fitoussi : En 2003, période de croissance nulle, c'était le même discours.

Hélène Baudchon : Effectivement en 2003, elle s'est trompée. Mais depuis l'année dernière je vois de manière un peu plus positive son inaction.

Jean-Paul Fitoussi : Le problème est qu'on aimerait savoir à partir de quelle doctrine la politique monétaire est conduite.

Hélène Baudchon : C'est un mélange entre le dogme monétariste et un certain pragmatisme.

Laure Maillard : L'année dernière, les communications de la BCE indiquaient qu'elle renonçait au dogme monétariste en s'accrochant moins à l'objectif intermédiaire de M3. Dans les faits, M3 est toujours aussi présent, au-dessus de 4,5 %. Nous pensons que la BCE s'est enfermée dans son unique objectif d'inflation.

Xavier Timbeau : Il existe un réel besoin de coordonner les politiques budgétaires et l'Europe a besoin d'institutions pour cela. Concernant la politique monétaire, tout le monde s'accorde aujourd'hui à dire que la BCE a un diagnostic erroné à propos de l'inflation. Il paraît incroyable que la BCE soit incapable d'écouter les autres économistes. Quant à l'hétérogénéité des réactions à la politique monétaire européenne, il faut se demander si ce n'est pas à l'Allemagne de mener des réformes structurelles dans les domaines immobilier ou bancaire par exemple afin de rendre la politique monétaire efficace en Allemagne comme c'est le cas en Espagne. Et pour la politique de change, on peut dire que la BCE s'est complètement défaussée : il n'y a aucune gestion du taux de change, qui est simplement déterminé par les marchés. La BCE n'a pas d'objectif de change.

Jean-Paul Fitoussi : Dans le Traité, il est stipulé que pour proposer une orientation de change, le Conseil doit en décider à l'unanimité et après consultation de la BCE. Cela veut dire qu'il n'y aura jamais de politique de change au niveau du Conseil ; donc la BCE a *de facto* la responsabilité de la politique de change.

Karine Berger : Le problème actuel du *policy mix* européen est celui de la non coopération entre pays membre, chacun agissant de manière isolée. Vous avez quantifié que la politique allemande nous coûte 0,3 point de PIB par an, comme si chacun essayait de voler des points de PIB aux autres.

C'est une bonne illustration du risque actuel : celui où plus personne ne se demanderait quelle politique budgétaire conduire en Europe, quelle politique de change mener et comment construire un discours

commun, au moins franco-allemand. Le *policy mix* européen n'existerait plus, c'est-à-dire qu'on n'aurait plus en zone euro d'axes communs de politique budgétaire, monétaire, et de change.

Il y a un point toutefois sur lequel je suis en désaccord avec vous : vous évaluez les pertes d'exportations françaises liées à l'appréciation de l'euro à un niveau assez élevé pour les deux dernières années et vous supposez une stabilisation en 2006. Cette hypothèse tient si l'on considère que c'est l'évolution de l'euro qui joue sur la compétitivité de la zone euro. Mais si l'on considère que le taux de change de l'euro en niveau est un problème, alors nous sommes face à une situation qui ne sera pas du tout résolue, même si l'euro cesse de monter. Je crois lire dans l'évolution industrielle de la zone euro depuis au moins six mois que 1,20 n'est pas vraiment tenable, notamment pour les entreprises françaises.

Jean-Paul Fitoussi : Je pense qu'il existe un plan. Cette attitude non coopérative est considérée comme la meilleure par la Commission et la BCE, qui enjoignent les pays de réformer leurs marchés, en en faisant un préalable à toute politique d'expansion. La baisse des taux de prélèvement et des dépenses publiques est inscrite dans les objectifs des autorités européennes.

Laure Maillard : L'Allemagne ne coopère certes pas, mais la France non plus. La réponse au diagnostic du mauvais fonctionnement des institutions européennes, à mon sens, c'est l'Europe politique. Ce sont des institutions européennes contraignantes et auxquelles on croit.

Jean-Paul Fitoussi : La plupart des élites françaises admire les réformes du marché du travail menées en Allemagne et regrette qu'Angela Merkel n'ait pas davantage la possibilité d'aller au bout de ces réformes. Au-delà de la confiance, le principal problème est la différence entre l'objectif de chaque pays et celui que nous aurions en cas de coopération.

Karine Berger : C'est une évidence que, dans les économies occidentales, la consommation représente 60 % du PIB et l'investissement privé 15 %. Le modèle allemand du marché du travail considère que la croissance viendra essentiellement du commerce extérieur. On pense qu'on arrivera à faire de la croissance en Europe via des gains de compétitivité, et je constate aujourd'hui que depuis trois ans, c'est la France qui s'en sort le mieux parmi les partenaires européens. A ce stade, le modèle d'une demande intérieure qui continue à alimenter l'activité et la croissance n'est pas remis en cause par ce que l'on observe depuis trois ans.

Jean-Paul Fitoussi : L'Europe, en privilégiant la demande externe, continue de se comporter comme si elle était un petit pays alors qu'elle est un grand pays. Dans un grand pays, l'essentiel de la croissance dépend de la demande interne. Regardons les États-Unis : on se

demande ce qui se passerait si les États-Unis avaient une stratégie de petit pays fondée sur la nécessité d'un excédent du commerce extérieur.

Laure Maillard : À la différence des États-Unis, l'Europe est encore assez industrielle. Pour s'insérer dans la concurrence internationale, elle a encore besoin d'exporter.

Karine Berger : Ce qui est frappant, c'est que la balance commerciale de la zone euro est totalement inerte : plus la balance commerciale allemande progresse, plus la balance française se dégrade.

France

Jean-Paul Fitoussi : Comment expliquer les pertes de parts de marché en France? Je pense qu'il y a débat entre les tenants de l'appréciation du niveau du taux de change en tant que déterminant majeur et les tenants d'analyses plus structurelles relatives à la spécialisation de l'industrie et de l'économie française.

Karine Berger : Nos équations économétriques révèlent une perte inexpliquée de un point d'exportations, une fois prises en compte les évolutions ralenties de la demande mondiale et les pertes de compétitivité liées à l'appréciation de l'euro et aux évolutions du différentiel de coût. Le scénario gouvernemental, et aussi le votre, considèrent que ce point disparaîtra à partir de l'année prochaine. Je pense qu'il faudrait pouvoir démontrer pourquoi ce point en moins ne perdurerait pas.

En effet, grâce au pincement des marges de l'ordre de un demi à un point, les exportateurs français sont parvenus à limiter leurs pertes de compétitivité-prix, mais ce processus est à mon sens terminé. Ils devront composer avec un monde où les autres continueront de réduire leur taux de marge et leurs coûts salariaux. De plus, le taux de change euro-dollar est élevé et son niveau devient en soi un problème en France. Ces deux éléments seraient de nature à obérer la croissance du PIB de 0,5 l'an prochain, voire 0,7 point. Un scénario de comblement du retard des exportations conduirait naturellement à une croissance de 2,2 %, alors que le scénario alternatif d'un *statu quo* ramènerait automatiquement la croissance à 1,8 % ou 1,7 %.

Laure Maillard : Je partage l'analyse de Karine. Notre prévision pour la France est assez pessimiste, pour deux raisons : la première tient à la cherté du pétrole, et la deuxième est liée à cette fameuse question des pertes de parts de marché à l'exportation, que nous prolongeons. Compte tenu de la faiblesse des exportations, le cercle vertueux de l'effet accélérateur des débouchés n'agit pas sur l'investissement des entreprises. Nous nous posons la question de savoir pourquoi vous n'avez pas prolongé cette faiblesse structurelle. Nous expliquons les

perdes de parts de marché par le fait que les exportateurs français n'ont pas de politique agressive contrairement à d'autres pays: quand la France perd des parts de marché, l'Allemagne en gagne et devrait continuer à en gagner. Nous ne sommes pas convaincus par les explications invoquant la spécialisation géographique et sectorielle de la France. La France et l'Allemagne ont la même spécialisation sectorielle, donc le problème n'est pas là. C'est un fait que l'Allemagne s'adapte plus vite que la France, change plus rapidement de clients par exemple sur les marchés porteurs comme la Chine. N'est-ce pas plutôt une question d'organisation du secteur productif et d'adaptation plus ou moins rapide face à un monde qui change? Mais, les preuves sont plus difficiles à trouver puisque nous sommes dans l'ordre du qualitatif.

Éric Heyer: Il y a deux points. D'une part les pertes de parts de marché que vous appelez structurelles sont apparues depuis trois ans. Or, trois ans, ce n'est pas du structurel. Par ailleurs, on explique ces pertes de parts de marché en incorporant dans l'équation standard la différence de coûts relatifs entre la France et l'Allemagne, ce qui fait que ces pertes ne sont plus structurelles mais liées à une perte de compétitivité due au taux de change et à la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne.

D'autre part, dans notre prévision, nous continuons à inscrire des pertes de parts de marché, mais moindres en 2006 (0,6 point) qu'en 2005 (1,5 point), parce que certains éléments vont continuer à peser mais de façon plus allégée, notamment le taux de change. Dans notre prévision, nous envisageons une appréciation du dollar, et si l'on considère que l'appréciation de l'euro a pesé sur la compétitivité, l'appréciation du dollar va avoir un effet inverse. Pour nous, le commerce extérieur continuera toujours à peser sur croissance mais on ne peut pas supposer qu'une dépréciation de l'euro n'aura aucun impact sur la compétitivité.

Jean-Paul Fitoussi: Il y a une lourde responsabilité de la politique de change: est-ce la politique de change qui a forcé l'attitude non coopérative de l'Allemagne, ce qui aurait alors aggravé les conséquences de l'appréciation de l'euro?

Karine Berger: On peut penser que les entreprises françaises ont beaucoup plus réagi à la question du change l'année dernière qu'à la question du pétrole cette année. Au niveau macroéconomique, l'inquiétude porte en priorité sur la situation pétrolière, alors qu'au niveau microéconomique la question du change a été vécue comme un séisme l'année dernière par les entreprises françaises et que le pétrole est passé un peu inaperçu.

Éric Heyer: C'est un séisme qui porte sur un tiers des échanges.

Karine Berger: Non, je ne suis pas d'accord, il y a bien un effet direct sur un tiers des échanges, mais un effet indirect sur le reste des

échanges. Malheureusement, il est très difficile de prendre en compte l'effet sur la compétitivité au sein des pays tiers. Par exemple, la concurrence entre la France et les États-Unis sur le marché des Pays-Bas.

Jean-Paul Fitoussi : J'ai toujours pensé que la politique de change était une politique industrielle. Il est assez normal que son effet soit ressenti très fortement par les entreprises, parce que c'est un élément qui modifie radicalement les conditions de la concurrence. Tout le monde nie cet effet-là. Si les États-Unis ont pu s'imposer dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication, industries où les rendements sont croissants, c'est grâce à la sous-évaluation de leur taux de change pendant près de sept ans.

On a parlé de la situation financière opérationnelle des entreprises françaises ; apparemment, ce ne sont pas les profits qui manquent.

Laure Maillard : Je suis perplexe sur les profits. Si l'on appréhende les profits à un échelon microéconomique, en regardant la Bourse, tout va bien en Europe, et particulièrement en France au vu de la performance des marchés en 2005. Si l'on s'intéresse aux profits à l'échelon macroéconomique, l'autofinancement et les taux de marge donnent un partage plus favorable aux ménages, selon la nouvelle version des comptes nationaux. Dans l'avenir, les taux d'intérêt très bas devraient permettre au crédit de redémarrer et de financer les investissements. Ce sont donc les perspectives de demande dans d'autres secteurs qui nous différencient : les exportations et la consommation.

Karine Berger : Dans un certain nombre de domaines, l'évaluation faite par les comptes trimestriels en temps réel est solide et dans d'autres, plus fragile, car les informations utilisées pour construire les comptes n'arrivent que tardivement, comme dans le cas des taux de marge et des taux d'autofinancement. Je pense qu'il vaut mieux lire la situation financière des entreprises à travers les résultats boursiers, plutôt qu'à travers les comptes trimestriels.

Jean-Paul Fitoussi : Alors les profits sont-ils élevés ou pas ? Même si on ne tient pas compte des deux derniers trimestres ?

Laure Maillard : Si je m'en tiens à l'idée de prendre en compte plutôt l'aspect microéconomique, je dis oui : la situation des entreprises françaises est bonne.

Karine Berger : On dispose d'un moyen indirect pour évaluer la situation des entreprises : regarder ce qu'elles font ou ont fait. Ce qu'elles ont fait, c'est un investissement qui, à l'hiver 2004-2005, paraissait excessif par rapport aux perspectives de demande et d'activité.

Xavier Timbeau : Comme le taux d'intérêt est faible et en baisse, un taux de marge constant signifie une situation encore plus favorable.

Laure Maillard: L'autre possibilité, c'est de regarder le crédit; et les crédits à l'investissement semblent bien redémarrer. Cela conforte le diagnostic. Le problème, ce sont les débouchés. Nous prévoyons un taux de croissance des exportations inférieur de moitié à celui de l'OFCE, ce qui réduit les perspectives d'investissement. En revanche, le grand débat porte sur les perspectives de consommation et la baisse du taux d'épargne.

Éric Heyer: Vous n'arrivez pas à expliquer les exportations, donc vous prolongez la perte de parts de marché. Vous n'arrivez pas non plus à expliquer la baisse du taux d'épargne et, pourtant, vous ne la prolongez pas. Comment expliquez-vous cela?

Karine Berger: L'explication de la baisse du taux d'épargne sur cette période tient à l'importante baisse du pouvoir d'achat des revenus. Le taux d'épargne la compense pour assurer le maintien d'un niveau de consommation satisfaisant. Pour nous, c'est la démonstration que ce n'est pas une baisse structurelle du taux d'épargne. Une fois le cycle réenclenché, et la croissance du pouvoir d'achat revenue, naturellement le taux d'épargne se stabilisera, voire remontera.

Je suis d'ailleurs très surprise de ne pas voir d'accélération de la reprise du pouvoir d'achat, alors que nous sommes unanimes pour dire que l'emploi salarié repartira en 2006.

Jean-Paul Fitoussi: Vous êtes beaucoup moins néoclassique que nous. Pour vous, le niveau des taux d'intérêt n'affecte pas la demande des ménages ni la demande immobilière et donc finalement le taux d'épargne.

Karine Berger: Nous ne sommes pas du tout persuadés d'être entrés dans une situation où la richesse immobilière a un effet sur la consommation. En fait, votre baisse du taux d'épargne repose sur un changement profond de la relation à l'endettement en France.

Laure Maillard: Nous ne prolongeons pas non plus la baisse du taux d'épargne l'année prochaine, parce que le revenu ne devrait pas beaucoup progresser, malgré une reprise de l'emploi. Nous envisageons un pouvoir d'achat un peu plus faible l'année prochaine, avec une inflation toujours en hausse et la fin de l'effet SMIC. L'origine de la baisse du taux d'épargne a été la hausse de l'endettement et, en effet, l'environnement monétaire est toujours favorable. Néanmoins nous nous posons la question de l'existence — discutable — d'une limite à l'endettement.

Éric Heyer: Parmi les éléments structurels, vous supposez, dans vos prévisions, que l'évolution du taux d'épargne est alimentée par le revenu et sa croissance. Sauf que d'autres éléments viennent en sens inverse pousser à la baisse le taux d'épargne, comme l'effet de richesse immobilière ou les variations du chômage.