

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 12 octobre 2011

Participants au débat :

Frédéric Lerais : *Directeur général de l'Institut de Recherches Économiques et Sociales (IRES)*

Philippe Martin : *Professeur et directeur du Département d'économie de Sciences Po*

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

Philippe Weil – Merci d'être ici pour ce débat sur les prévisions de l'OFCE. Je voudrais tout particulièrement remercier Frédéric Lerais, directeur général de l'IRES et Philippe Martin, professeur d'économie, directeur du Département d'économie de Sciences Po.

Je voudrais remercier l'équipe du DAP pour ce travail extraordinaire dans un environnement, on va le voir, qui est un peu compliqué et difficile - avec des nouvelles, en particulier sur la Grèce, qui approchent plus rapidement que nous ne pouvions modifier les textes. Merci à tous et tout particulièrement à Xavier, Eric et tout le reste de l'équipe pour ce magnifique travail. Nous procéderons par cercles concentriques en commençant par le monde, en parlant ensuite de la zone euro et de la France. Frédéric, je vous laisse la parole sur le monde.

Frédéric Lerais – Merci. J'ai déjà sévi sur ce genre d'exercice de prévisions, néanmoins peut-être pas avec une telle ampleur de déficit de croissance. Ce débat m'a permis de replonger dans un exercice que je n'ai pas exercé depuis longtemps. À l'IRES, on ne fait pas de prévisions, en revanche nous sommes très intéressés par celles de l'OFCE qui racontent des choses notamment sur le marché du travail, les finances sociales qui sont importantes pour les organisations syndicales. Je voudrais revenir sur le titre « Retour en enfer ? ». Il est peut-être un peu excessif, cela marque bien ce qu'il se passe aujourd'hui. On avait cru au moins jusqu'à l'été, si je suis bien les conjoncturistes, que la croissance était de retour, que la croissance repartait dans certains autres pays. Il y avait plusieurs bonnes nouvelles. Et puis, notamment en France, les choses se sont dégradées relativement rapidement sur un certain nombre d'indicateurs ; les anticipations des agents, les comptes nationaux trimestriels donnaient quand même une vue un petit peu moins favorable qu'au tout début de l'année. Un ensemble d'informations ont un peu refroidi l'été. C'est étonnant parce qu'on avait l'impression qu'on était reparti, on avait l'impression finalement qu'au moins dans un premier temps les pays avaient réagi à peu près correctement pour éviter le syndrome 1929. Ils s'étaient coordonnés, avaient fait des relances, avaient mis dans leurs poches un certain nombre d'idéologies peut-être parce que la situation était particulière. En tout cas le monde était devenu un peu plus keynésien à la fois concrètement dans les indicateurs, mais aussi keynésien dans les représentations du monde. On a eu donc un retournement de conjoncture. On voit bien qu'il y a la possibilité aujourd'hui d'un « retour en enfer ». On peut se poser la question de savoir si l'on n'est pas revenu aujourd'hui deux ans en arrière,

avec une situation peut-être même pire qu'avant ; les situations budgétaires étaient plus favorables qu'aujourd'hui. Tous les deux ans, deux ans et demi, on se retrouve avec un creux où on revient au point de départ en termes de PIB avec des dettes toujours plus élevées. On a quand même à s'inquiéter de cette situation. Voilà le premier point sur lequel je voulais intervenir.

Philippe Martin – Je pense que nous vivons un moment particulier parce qu'il y a une énorme incertitude évidemment sur ce qui va se passer. Donc je pense que votre travail est extrêmement difficile. Je suis assez d'accord avec la vision de votre prévision que j'interprète comme assez pessimiste. D'ailleurs vous pourriez être encore plus pessimistes sur certains points. Ce qui est extrêmement difficile, je vais revenir là-dessus à plusieurs reprises, c'est qu'il y a une énorme incertitude sur non seulement les fondamentaux mais aussi le rôle des fondamentaux dans ce qui est en train de se passer. Je m'explique : j'ai l'impression et là je prends une vision assez large, qu'on est à un point de bifurcation possible. On voit bien qu'il y a des éléments extrêmement volatiles, exogènes, comme ce qui se passe à Bratislava en ce moment, qui peuvent faire bifurquer l'évolution de la crise de la zone euro. Nous sommes dans une situation que les théoriciens appelleraient des situations d'équilibres multiples qui évidemment posent un énorme problème aux décideurs politiques, mais aussi j'imagine, à tous les prévisionnistes parce que la tentation est de faire la moyenne et ce n'est certainement pas la bonne chose à faire. On voit bien aujourd'hui que si on avait réglé la crise de la zone euro, je ne dis pas que nous serions dans une situation excellente, parce qu'un problème budgétaire persisterait et il faudrait certainement penser à l'ajustement budgétaire, mais on ne serait pas dans la situation actuelle et le rebond du début d'année, qui était un rebond un peu mécanique, devait nous emmener sur des taux de croissance relativement forts en tous cas, normalement plus fort que le taux de croissance de long terme de l'économie. Si on règle la crise de la dette souveraine qui est une crise fondamentalement politique de la zone euro, on peut revenir sur un sentier de croissance qui pourrait finalement être assez vigoureux parce qu'on retombe sur une crise classique, relativement classique avec rattrapage de la croissance et là j'aurais tendance à dire du coup vous êtes trop pessimistes. Or nous ne sommes pas dans cette situation. Nous sommes aujourd'hui à un point où on peut aller vers une situation véritablement catastrophique, où la prévision devient trop optimiste. J'ai l'impression que dans vos prévisions, vous avez surtout insisté sur les questions de l'ajustement budgétaire. Ce que je comprends, car dans une certaine mesure c'est ce qu'il y a de relativement plus facile (et ce n'est pas un reproche), j'imagine, à intégrer dans des prévisions de croissance. Mais relativement, on sait à peu près ce que vont être les plans budgétaires. On met le multiplicateur, il faut prendre en compte évidemment les interactions internationales, mais on voit à peu près ce que cela donne. Pour les prix, même chose, l'augmentation des prix dont vous parlez, au niveau mondial, même si ce n'est pas à mon avis un sujet très important, c'est relativement facile à intégrer. En revanche, la crise de confiance et la possibilité d'un *credit crunch* avec toute la question des interconnexions financières en Europe, dans le reste du monde, nous ne savons pas l'intégrer dans nos modèles. Dans ce cas, si on a un *credit crunch* et une grave crise financière, on parle à un moment de scénario potentiel d'éclatement de la zone euro, etc. Dans ce scénario, vous êtes vraiment trop optimistes car il serait probable que l'Europe tombe dans une dépression. La difficulté est là, d'ordre général, ce n'est peut-être pas ce que vous avez fait mais j'ai l'impression qu'il y a une moyenne entre un scénario optimiste et un scénario très pessimiste. Je ne sais pas très bien comment vous avez procédé, si vous avez mis des probabilités sur différents scénarios ou si vous avez fait des hypothèses sur ce qui va se passer, par exemple sur la crise de la zone euro et quel est l'impact en particulier sur ses

interconnexions financières. Voilà en terme général, la manière dont je le voyais. Nous allons rentrer sur les sujets particuliers, je l'imagine.

Xavier Timbeau – Il y a effectivement un risque de raisonner en moyenne, ce qui serait sans aucun sens. Quand on est face à deux branches aussi marquées l'une que l'autre, il n'y a pas à raisonner en espérance. Ce qu'on a essayé de faire, et que l'on fait depuis maintenant l'automne 2008, c'est de construire un scénario sur l'hypothèse qu'il n'y a pas de crise de confiance, de défaut, de sortie de la Grèce de la zone euro, qu'il n'y a pas de tensions sur le marché interbancaire jusqu'au point où les banques sont obligées de faire un *credit crunch* et où il y a un mécanisme d'effondrement qui se produit : on aurait alors une reprise spontanée assez forte et, par rapport à ce scénario, on intègre l'impact des politiques budgétaires qui viennent diminuer, à court terme, cette croissance spontanée. À l'intérieur de ce scénario, il y a des incertitudes et en particulier, si les gouvernements décident de tenir leurs engagements de déficit budgétaire, par le jeu des multiplicateur à court terme, l'impact sur la croissance est beaucoup plus fort. À négliger l'impact joint des politiques budgétaires synchrones dans les pays développés, conduit, à l'intérieur du scénario optimiste, à une incertitude. De là, la possibilité d'une crise plus profonde, dont on arrive plus à gérer les conséquences, s'accroît, mais n'est pas le scénario que nous avons chiffré. Donc, notre raisonnement tente d'échapper à la malédiction de la moyenne.

Frédéric Lerais – Je n'ai pas été surpris par le fait qu'on soit sur un scénario médian. C'est un exercice usuel. On voit déjà un certain nombre de risques même dans ce scénario-là, plutôt sur le moyen terme que le court terme. On aura peut-être une discussion sur court terme/moyen terme, sur les risques généraux. Il y a quand même déjà nombre de messages de politique économique qui sont très clairs, y compris dans ce scénario médian.

Philippe Weil – Je crois que la référence répétée à l'Argentine essaie de fixer les idées sur les risques encourus hors du scénario médian.

Philippe Martin – Je trouve ce parallèle très opérant.

Philippe Weil – Ce qui est important, c'est d'expliquer qu'il y a une alternative qui est l'effondrement complet. En cas d'explosion de la zone euro, on n'a aucune idée de ce qui se passera – sera-ce -8 %, -15 %, nous n'en savons rien.

Ce qu'a dit Xavier est, je crois, fondamental, mais il est vrai que cela n'apparaît pas dans le texte tel qu'il est à l'heure actuelle. Même dans le scénario sans catastrophe, les conséquences macroéconomiques en termes de croissance sont telles que l'on augmente le risque d'un scénario catastrophe en détruisant la croissance. L'articulation du texte pourrait être améliorée mais son intention n'est pas de faire un scénario moyen entre la catastrophe et le paradis.

La possibilité est évoquée par certains que si l'on ne faisait pas de politique de restriction budgétaire, les taux d'intérêt sur la dette souveraine pourraient exploser. Les chiffres qui vous sont soumis dans les prévisions prennent comme *base line* des taux souverains à peu près constants.

Philippe Martin – Juste un point. Je comprends très bien que vous n'étiez pas dans la situation d'essayer de prédire ce qui se passe dans une situation apocalyptique où il y a un éclatement de la zone euro, crise financière majeure, etc. Ceci dit, il me semble qu'il y a au-delà même d'une crise financière majeure, une question de confiance que l'on voit aujourd'hui dans les enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises. Ce problème de confiance persistera si on ne règle pas la crise de la zone, même dans un scénario non catastrophique. C'est le même problème du *credit crunch* et le financement des entreprises.

Dans quelle mesure peut-on intégrer cette incertitude sur les plans d'investissement et de consommation de biens durables. Au-delà d'un scénario totalement catastrophe, si on ne règle pas d'une manière pérenne le problème de la zone euro, on va rester dans une situation où à la fois les entreprises et les consommateurs vont avoir des plans à long terme gelés. On le voit sur les chiffres de l'investissement. Donc dans un scénario sans catastrophe, je n'ai pas très bien vu comment vous intégriez la crise de confiance.

Frédéric Lerais – Ce qu'on voit, c'est qu'il y a différents chocs en même temps. Il y a ceux qui sont liés à la dette souveraine, aux incertitudes sur la zone euro, etc. Il y a des chocs effectivement liés à la confiance et au fait aussi qu'on ne sait pas très bien comment les agents anticipent aujourd'hui la croissance future, avec quel modèle. On pourrait se demander s'ils sont keynésiens. S'ils ont un autre modèle en tête que le modèle l'OFCE, on va entrer dans des difficultés insurmontables : que faire si les agents ne croient pas que la relance a un effet réel, par exemple. On a un choc qui est lié à la hausse des prix qui n'est pas négligeable. Cela me paraît important de le signaler. En même temps, il y a quand même quelques bonnes nouvelles qu'il faudra évoquer. Si on regarde la situation internationale, effectivement on se retrouve dans une croissance mondiale qui est en retrait mais qui n'est pas non plus catastrophique ; cela milite en faveur d'un scénario médian. On voit bien que lorsqu'on regarde les différents pays, on a quand même des zones qui continuent à croître. On a l'Asie qui continue à croître, l'Afrique qui revient. Il y a quand même des zones qui marchent. La seule chose est qu'on a un épicerie de crise, ou deux peut-être, qui se trouvent aux États-Unis et en Europe. Est-ce que ces pays asiatiques sont en mesure de drainer un peu la croissance mondiale ? On a là des nouvelles qui sont un peu moins négatives que celles qui viennent d'Europe. Est-ce que les pays asiatiques sont de nature à tirer la croissance, ou cette croissance est-elle totalement autocalmée ?

Philippe Martin – J'ai regardé les prévisions du FMI qui viennent de sortir sur l'Europe, vous êtes un peu plus pessimistes qu'eux, environ 0,6 point sur l'Europe, sur le monde d'ailleurs. Comment l'expliquez-vous par rapport au monde ?

Xavier Timbeau – Il y a là un point important. Premièrement, le schéma par lequel on intègre la confiance et les anticipations des agents est celui de la trappe à liquidité. C'est en référence à la définition qu'en donne Krugman, c'est-à-dire une situation où les agents anticipent une déflation et où, parce que le taux d'intérêt nominal ne peut pas être négatif, le taux d'intérêt réel anticipé est très supérieur à celui nécessaire pour relancer l'économie. En conséquence, par exemple, dans notre scénario, l'investissement est faible, en lien avec cette analyse.

Le deuxième point que l'on introduit dans notre scénario est un effet multiplicateur important. Ce qui se justifie par une influence des anticipations des agents.

Philippe Martin – Les récents travaux du FMI donnent des multiplicateurs budgétaires qui ne sont pas loin de 1 ou même supérieurs.

Xavier Timbeau – C'est à partir de ces estimations, c'est-à-dire le travail historique publié en 2010 sur l'analyse des épisodes restrictifs. Le FMI retenait un multiplicateur de 0,7 en temps normal, lorsque la politique monétaire jouait un rôle positif. Ceci étant, lorsque le FMI fait des prévisions, je ne suis pas sûr que les multiplicateurs soient aussi élevés.

Philippe Weil – Les travaux du FMI sur la possibilité de contractions budgétaires bénéfiques à la croissance (*cf.* Alesina-Alagna) étaient des travaux historiques conçus dans une optique autre que la prévision.

Philippe Martin – Une question de méthode en ce qui concerne les prévisions. Si j'ai bien compris, il n'y a pas vraiment un modèle. J'ai bien compris que s'il y a un modèle, c'est un modèle d'inspiration keynésienne. Comment concrètement obtenez-vous vos chiffres ?

Frédéric Lerais – Dans la présentation de la prévision il y a un certain nombre de discussions autour de la valeur des multiplicateurs. On ne sait cependant pas s'ils ont été estimés, calibrés.

Philippe Martin – Au FMI et à la FED, en faisant tourner des modèles, ils arrivent à certains chiffres. Parfois ils ne sont pas satisfaits avec les chiffres qu'ils obtiennent. Mais au moins les modèles les obligent à se poser la question : quelles sont les hypothèses que j'ai faites dans le modèle qui font que je ne suis pas satisfait à la fin au sens où elles ne me paraissent pas plausibles ? J'aimerais en savoir un petit peu plus sur la méthodologie utilisée pour parvenir à ces résultats.

Xavier Timbeau – C'est une question importante et il est utile que l'on précise notre méthode. Nous utilisons un modèle détaillé pour la France. C'est un modèle macro-économétrique, estimé sur les données de comptabilité nationale, en économie ouverte qui sert de prototype aux analyses que l'on fait sur les autres pays..

Frédéric Lerais – C'est une maquette des pays qui réplique les fonctions principales ?

Xavier Timbeau – Ceci est le premier élément, le deuxième est un modèle des interconnexions entre les pays et donc la possibilité de représenter le lien par le commerce extérieur sur les différentes économies. Donc, on estime le multiplicateur à partir du modèle détaillé de la France. Les multiplicateurs dans les autres pays sont déduits à partir de ce prototype, en tenant compte des spécificités nationales tant structurelles que dans la forme des politiques menées et cela alimente la forme réduite qui nous permet d'analyser l'effet global.

Philippe Martin – Le multiplicateur est un coefficient. Ne vient-il pas d'un modèle complet ?

Xavier Timbeau – Pour la France, c'est exactement la démarche que nous suivons. Pour les autres pays, nous calibrons les coefficients multiplicateurs en utilisant dans le modèle France les spécificités des pays. C'est approximatif, mais très souple.

Philippe Martin – Je trouverais utile qu'il y ait un encadré qui explique la structure du modèle et la manière dont vous modélisez les anticipations.

Éric Heyer – Il y a eu des articles à ce sujet.

Philippe Weil – On pourrait mettre une annexe à chaque fois l'expliquant.

Xavier Timbeau – La méthodologie est en fait adaptée à chaque exercice de prévision afin de répondre aux questions qui se posent. Concrètement, les schémas de modélisation que l'on utilise sont assez simples : comportement *backward looking*, inertie d'anticipation. En revanche, le « calage » des équations de comportement autorise la prise en compte des anticipations, mais là c'est à « dire d'experts ».

Éric Heyer – Ce que Xavier appelle « calage », c'est le prolongement des résidus des équations de comportement du modèle. Et effectivement, de par le passé, on sait jusqu'où on peut aller dans ces résidus. La première version de ta prévision, c'est sûrement ce que tu voulais dire à propos de ton expérience à la Fed, consiste à caler à 0 tes résidus. Mais ce calage à 0, c'est une prévision comme une autre et il existe d'autres états possibles à court terme. Du coup, le calage consiste à te coller au plus près de ce que tu penses être la réalité, c'est là

qu'intervient le dire d'expert, mais dans une zone autorisée par le passé de tes résidus. Donc, plus tu vas sur le moyen terme plus ton résidu est à 0, mais dans le court terme, justement tu peux intégrer des résidus qui ne le sont pas. Pour notre part, nous intégrons les changements d'anticipation qui figurent dans les enquêtes à l'aide d'un petit modèle simplifié qu'on appelle « indicateur avancé » qui permet d'intégrer uniquement les informations que l'on dispose sur le trimestre en cours, que l'on n'a pas dans les comptes trimestriels et qui sont des dires de consommateurs, de chefs d'entreprise, etc. Cela nous donne une information, le modèle nous en donne une autre et on essaie de rendre homogènes ces deux informations là.

Par ailleurs, ce qui différencie notre modèle de celui du FMI en ce qui concerne la valeur du multiplicateur budgétaire, c'est qu'en plus de tous les déterminants du FMI (synchronicité des politiques, trappe à liquidité, instruments utilisés), on a rajouté un nouveau déterminant dans notre modèle qui est que le multiplicateur dépend de la position dans le cycle : en basse conjoncture le multiplicateur est fort, en haute conjoncture le multiplicateur se rapproche de 0. Et cela a un apport différent des autres instituts, puisque globalement, on peut considérer que nous sommes encore à un *output gap* très négatif et que par conséquent la taille de notre multiplicateur reste élevée. Cela peut expliquer les différences avec le FMI. L'autre partie, tout en allant très vite, réside dans les plans de rigueur qui s'accumulent ; je ne sais pas si le FMI intégrait dans sa prévision – qui est sortie il y a maintenant deux mois –, l'ensemble des nouveaux plans de rigueur qui sont arrivés. L'Italie vient d'en faire un récemment, la France en a ajouté un. Et cela modifie énormément la prévision – l'écart entre notre prévision d'avril et cette prévision-là, c'est l'intégration des nouveaux plans de rigueur. Si demain, il y en a un nouveau, la prévision changera également.

Philippe Martin – En fait, il y a la question des paramètres, on est d'accord sur le multiplicateur mais il y a aussi la question des résidus qu'on peut prendre comme un choc exogène. Les chocs exogènes que vous auriez en quelque sorte rajoutés et qui seraient une sorte de mesure du choc de confiance. Est-ce un choc négatif que vous avez rajouté ?

Frédéric Lerais – J'ai l'impression que cela dépend. Dans le cas France, on le voit pour l'emploi par exemple, même si l'emploi est faible, le choc ne paraît pas spécialement négatif. On voit qu'il y a un résidu très important qui marque probablement une rupture plutôt positive. Il n'y a pas de choc de confiance sur l'emploi. Le choc négatif c'est la croissance. Une question sur les multiplicateurs et le fait que comme on n'a pas les éléments sur papier on aimerait savoir sur quel comportement ça joue. Comment fonctionne le modèle ?

Philippe Martin – Fondamentalement, est-ce le résidu que vous avez rajouté qui explique le fait que vous êtes plus négatifs que d'autres ou est-ce la taille du multiplicateur ?

Xavier Timbeau – Ce sont ces deux éléments. Nous retenons des multiplicateurs importants, en partie en lien avec l'incertitude et nous introduisons dans certains comportements des résidus négatifs, pour prendre en compte des comportements de crise.

Philippe Martin – Votre multiplicateur dépend-il du résidu ?

Xavier Timbeau – Il ne dépend pas du résidu, mais il y a une corrélation entre le résidu et l'impulsion ou la politique économique, ce qui induit des multiplicateurs implicites plus élevés encore. Lors d'exercices d'analyse *a posteriori* sur les prévisions, il apparaît des résidus très négatifs sur différents comportements pendant la période 2008-2010. La question qui se pose est de savoir si les résidus sur chacun de ces comportements sont corrélés ou pas entre eux, c'est-à-dire s'ils s'expliquent par une même variable omise et ne sont pas des événements indépendants. En intégrant dans le schéma de causalité cette variable manquante, qui explique différents résidus sur différents comportements, on ajoute dans les modèles des

boucles qui conduisent généralement à des modèles plus instables où les effets des variables exogènes sont plus forts.

Éric Heyer – Au bout du compte, à l’horizon de trois ou quatre trimestres, il revient à 0. C’est juste pour initier le mouvement et là en l’occurrence, on l’a plutôt initié à la baisse parce que les enquêtes de conjoncture et toutes les informations de court terme étaient négatives. Et donc le modèle ne le dit pas aussi franchement que notre indicateur avancé. Du coup on le stimule dans un premier temps, et la stimulation était plutôt négative, mais dans des limites raisonnables, dans le sens où les résidus restent dans des bornes acceptables au regard de leur évolutions passées. Puis ils reviennent à un état nul.

Philippe Weil – Ce qui explique, si je ne m’abuse, qu’au printemps dernier, nous ayons été plus pessimistes que la plupart des prévisionnistes et qu’en fin de compte, malheureusement, l’OFCE ne se soit pas trompé.

Éric Heyer – Les résidus ne sont pas toujours négatifs. Pour l’emploi, on a plutôt tiré vers le haut. Notre équation nous donne beaucoup plus de destructions d’emplois. Sur les quatre derniers trimestres, notre équation ne passait pas très bien non plus. Qu’est-ce que l’on doit faire ? Soit on s’entête à dire qu’il y aurait de nombreuses destructions d’emplois comme on le dit depuis un moment. Soit on dit que c’est l’équation qui n’est plus trop adéquate, et on atténue notre prévision par le biais de résidus positifs. Ce n’est donc pas toujours dans le même sens. On essaie par des informations très conjoncturelles de caler dans le court terme notre modèle.

Philippe Weil – Je vous propose qu’on passe à l’Europe.

Frédéric Lerais – Pour moi le plus important est que les économies occidentales soient à l’épicentre de la crise ; on a l’impression de revenir deux ans en arrière. Ce qu’on voit aussi assez bien dans la prévision, c’est qu’on n’a pas rattrapé l’écart de production (l’*output gap*). Les conséquences sont très négatives sur l’ensemble des pays européens, à la fois en termes de finances publiques, en termes d’emplois. Il demeure une question que je n’ai pas vu clairement apparaître dans le texte et j’aimerais avoir vos réactions, celle de la demande adressée à l’Europe. Que se passe-t-il ? Avons-nous une demande adressée qui est plutôt en berne, sachant qu’on a toujours une zone peu dynamique ? Avons-nous un problème de compétitivité en Europe ? Sinon, la zone Europe est clairement marquée par ces inquiétudes qui viennent de la dette souveraine. C’est un problème qui est lié à court terme. C’est un problème qui peut se traduire par des chocs vraiment très violents à court terme en fonction des anticipations des agents et de leurs réactions. Mais, en dehors de ce problème, se pose la question du règlement de la dette souveraine à dix ou quinze ans. Est-ce que ça signifie qu’on se retrouve dans des scénarios à la japonaise avec une croissance extrêmement molle pendant 10, 15 ans. J’aurais tendance à poser moins la question sur le très court terme que celle sur l’impact sur le modèle de croissance vraiment à plus long terme. Bien sûr la question qui se pose est celle des politiques budgétaires, des politiques monétaires, du rôle de la BCE. La BCE a peut-être eu une interprétation un peu erronée de la reprise. Il faudra y revenir avec des taux d’intérêt bas. Mais l’enjeu est plutôt du côté de l’écart des taux et des taux d’intérêt longs. On revient à notre question : comment sont perçues les dettes par les différents agents ? Il reste une incertitude pour les comportements de la BCE de ce point de vue, d’autant qu’il y a un peu de hausse des prix des matières premières qui pourrait laisser penser, je pense à tort, que l’inflation est repartie. Il faudra être assez convaincant pour maintenir durablement des taux d’intérêt bas. D’un point de vue budgétaire, un désendettement sera nécessaire, à terme, c’est clair. Reste à savoir quand sera le terme. Ce n’est pas aujourd’hui. Si on revient dans une vision très keynésienne, très OFCE, c’est clair qu’il faut retarder les

plans d'austérité, je ne parle même pas de coordination de relance européenne. Ce qui est moins clair, c'est comment les agents voient les dettes aujourd'hui, et comment ils perçoivent l'économie ? Cela risque de conduire à un monde bipolaire, mais au sens psychologique du terme. On va avoir un jeu un peu compliqué entre les politiques budgétaires des États et la Banque centrale européenne. Avec l'idée qu'une règle d'or serait de nature à rassurer tout le monde, et les marchés et les différents administrateurs de la Banque centrale européenne. On voit bien que ça coince. S'il y a une règle d'or pour l'équilibre budgétaire, à quel horizon la projette-t-on ? Si l'horizon est instantané, nous allons sur les multiplicateurs, ou parviendrons-nous à donner un horizon lointain mais crédible à ce type de règle ?

Philippe Martin – Sur la politique monétaire, je trouve que le débat est assez bien mené. En effet la question essentielle aujourd'hui dans la situation où on est, ce sont les anticipations futures. On sait bien que dans une trappe à liquidité, la seule manière d'avoir une influence est *via* les anticipations, que ce soit l'anticipation d'inflation ou l'anticipation de dépréciation. Je pense que le deuxième aspect est ici assez important. Ce serait intéressant d'avoir une analyse comparative de la BCE par rapport à la FED, en particulier sur le débat sur le « twist », sur les achats d'obligations de long terme par rapport au court terme, et sur aussi le débat « est-ce que la BCE devrait comme la Fed l'a fait, dire : nous n'allons pas augmenter les taux d'intérêt dans les un ou deux ans qui viennent pour, en gros, fixer les anticipations d'inflation sur les deux ou trois prochaines années, voire plus d'ailleurs ? ». Mais il faut quand même répéter que l'on a encore un peu de marge de manœuvre en Europe, et qu'on pourrait certainement rebaisser les taux d'intérêt. On peut le faire en Europe, baisser les taux d'intérêt nominaux. Je ne sais pas si c'est très efficace, mais dans un type de situation, il faut utiliser tous les outils que l'on possède et les outils sur l'anticipation sont à mon avis très importants, jouer sur le « twist » avec les achats d'obligations de long terme et un engagement de la BCE de ne pas augmenter les taux d'intérêt dans les deux, trois ans qui viennent. Ce serait important d'expliquer que la BCE n'est pas complètement démunie dans une situation de trappe à liquidité. Sur les anticipations d'inflation et de dépréciation on revient sur le problème que la BCE est trop crédible sur l'inflation au sens négatif du terme. J'ai regardé vos prévisions sur le taux de change, il y a une petite dépréciation de l'euro. Il me semble que la seule manière dont la politique monétaire a un impact aujourd'hui sur le taux de change, c'est *via* les anticipations de ce qui va se passer dans le futur sur les taux d'intérêt. C'est important d'avoir cette analyse sur un engagement potentiel de la Banque centrale européenne sur ces futurs taux d'intérêt. Sur la stratégie budgétaire, deux points. Je suis d'accord avec l'idée que dans un environnement de trappe à liquidité, les multiplicateurs budgétaires sont élevés. Cependant, dans la situation européenne, il y a un certain nombre de pays qui ont des primes de risques absolument gigantesques, et là dans une certaine mesure, cela remet un peu en cause le résultat d'une absence de lien entre politique fiscale et taux d'intérêt en situation de trappe à liquidité. Quand les primes de risques augmentent fortement en Europe, comme on l'a vu, Espagne, Italie, etc., un ajustement budgétaire ne peut-il pas avoir un impact sur ces primes de risques ? Or ces primes de risque sur les dettes souveraines sont importantes, non seulement pour la dynamique fiscale mais aussi pour l'activité parce que les banques – et donc les particuliers et les entreprises – ne peuvent jamais emprunter à un taux inférieur au taux des dettes souveraines. Donc même si on est proche du taux zéro pour la BCE, et que donc de ce point de vue on est dans une trappe à liquidité, il existe *via* l'impact sur les primes de risque, la possibilité qu'un ajustement budgétaire puisse avoir un effet moins négatif sur l'activité. Je n'ai pas vu cela pris en compte. C'est certainement difficile. Il y a un certain nombre

d'articles sortis récemment qui ne vont pas dans le sens de ce que vous dites, bien entendu. Mais il est important de mentionner ce débat, le papier par Corsetti et Muller par exemple, sur l'effet de la politique budgétaire en situation de fort risque souverain. Il plaide au moins dans un certain nombre de pays (pas la France, l'Allemagne, mais pour les pays qui voient leur prime de risque exploser) pour un ajustement budgétaire rapide. Le point avec lequel je ne suis clairement pas d'accord avec les positions de l'OFCE, c'est sur ce qu'on appelle à tort la règle d'or. Nous devons constitutionnaliser à un moment ou un autre l'ajustement budgétaire à terme. Ce n'est pas facile, et je ne suis pas sûr que nous puissions le faire de façon intelligente, c'est-à-dire à la fois flexible et crédible. Mais je suis persuadé que c'est indispensable, sinon la BCE ne bougera pas ou pas assez ou pas assez rapidement. Et ce sera donnant-donnant entre la BCE et les gouvernements. C'est bien aux gouvernements de faire le premier pas et d'aller vers cette constitutionnalisation de l'ajustement budgétaire. Je suis persuadé que nous allons dans cette direction. Il faut réfléchir à la façon de le faire de manière intelligente et je suis sûr que l'OFCE devrait rentrer dans ce débat.

Faut-il sortir un ou des pays de la zone euro ? La discussion sur l'Argentine est la bonne comparaison. Ce serait même pire dans le cas de la Grèce que de l'Argentine.

Il y a un débat aujourd'hui sur les dévaluations qu'on peut faire aujourd'hui d'une autre manière que *via* le taux de change pour des pays comme la Grèce. Ce sont des débats qui ne sont pas complètement théoriques, sur la baisse des charges sociales *versus* une augmentation de TVA. Mais ça ne me paraît pas être un débat inintéressant. C'est dans le programme portugais du FMI. En théorie c'est la même chose : baisse des charges sociales plus augmentation des taxes sur la consommation. Il faut lire l'excellent papier « Fiscal Devaluations » d'Emmanuel Farhi, Gita Gopinath et Oleg Itskhoki sur le sujet. Le papier montre les conditions nécessaires dans un modèle néo-keynésien avec rigidité des prix etc., de l'équivalence entre dévaluation nominale et fiscale. Je pense que c'est un débat important sur lequel, à mon avis, nous sommes assez en retard en Europe. Si on ne veut pas que la Grèce comme l'Irlande sortent de la zone euro, il va bien falloir qu'ils retrouvent de la croissance et il va bien falloir qu'il y ait une baisse des prix relative par rapport au reste de la zone euro. On peut le faire par de l'inflation en Allemagne, mais on voit bien que cela ne va pas être si simple que ça, ce serait la bonne manière de le faire. Mais on ne peut pas échapper à ce débat de la dévaluation fiscale qui est un débat difficile. En France, c'est un débat politiquement difficile mais aussi assez vicié. La TVA sociale est critiquée comme régressive parce que taxant la consommation mais une dévaluation fait la même chose. Augmenter la TVA et baisser les charges sociales, c'est exactement la même chose qu'une dévaluation. On ne peut pas être en faveur d'une dévaluation et contre par exemple la TVA sociale. Ce débat est mal expliqué en France, à gauche particulièrement. Il n'est pas clairement expliqué et l'OFCE devrait avoir un rôle là-dessus.

Bien sûr aller dans cette direction demandera une coordination en Europe puisque non coordonnée en fonction des besoins des pays, une telle politique de dévaluation fiscale serait inopérante.

Philippe Weil – Merci Philippe.

Xavier Timbeau – Il y a deux points sur lesquels je voudrais répondre.

1. Il y a des zones dans le monde qui sont en croissance forte et on pourrait espérer que ces zones apporte un peu d'oxygène aux pays développés ou à l'Europe. Ces zones sont essentiellement tirées par les exportations de biens industriels et de matières premières vers les pays développés. S'il n'y a pas de consommateur final pour payer de plus en plus cher le pétrole ou pour acheter des produits manufacturés, il y aura un peu moins de revenus dans

les pays émergents et du coup, cela pèsera sur la dynamique de leur croissance. Ce n'est pas en tout cas par là que le ralentissement des pays développés sera compensé.

2. Le deuxième point, c'est un désaccord partiel avec Philippe Martin sur le point : certains pays font face à des primes de risque et l'ajustement budgétaire en réduisant les primes de risque induira un multiplicateur plus faible. L'argument est juste mais dans le cas où on se trouve, ce n'est pas le problème. Le problème est qu'il y ait des primes de risque en Europe et que cela rendent nécessaire les ajustements budgétaires excessifs.

Philippe Martin – Mais nous sommes dans cette situation.

Xavier Timbeau – Oui, et c'est cette situation-là qui alimente l'effet trappe à liquidité. La solution pour sortir de cette trappe à liquidité, ce n'est pas l'ajustement budgétaire dans tel ou tel pays, mais c'est de rétablir la sécurité des titres publics. Si on laisse la Grèce faire défaut, alors les actifs souverains sont des actifs à risque et on s'enferme dans la trappe à liquidité.

Philippe Martin – Si l'objectif est d'éliminer la nature risquée des dettes souveraines, tu dis qu'il faut que la BCE garantisse... je suis entièrement d'accord. Mais je dis que cela ne se passera que si l'ajustement budgétaire est crédible. Il n'y aura pas de solution pérenne qui permette d'éliminer le risque sur ces dettes souveraines, s'il n'y a pas d'implication de la BCE, et je dis qu'il n'y en aura pas d'implication de la BCE de manière massive ; ce dont on a besoin, en gros 2000 milliards d'euros. Il faut un engagement fiscal très fort et immédiat d'un certain nombre de pays, sinon on a le problème de l'aléa moral. Regardez ce qui s'est passé avec Berlusconi le jour où la BCE a racheté les bons du Trésor italien, le lendemain Berlusconi a dit, on devait augmenter les impôts, finalement on ne le fera pas. C'était l'exemple parfait d'aléa moral.

Philippe Weil – En un sens le piège est là. La BCE exige, pour des raisons politiques, des restrictions budgétaires généralisées. Mais elle rend la tâche d'éviter l'explosion quasiment impossible. En même temps il y a un autre aspect : dans les primes de risque, il y a à la fois un risque de répudiation de la dette souveraine et un risque de change qui est réapparu car l'irréversibilité de l'Union monétaire, inscrite dans le traité de Maastricht, est remise en doute par les discussions sur la renégociation des traités. L'irréversibilité était conçue pour éviter les risques de change, ils sont pourtant apparus. C'est pour cela que les CDS sur la dette publique allemande sont bien plus élevés que les CDS sur la dette anglaise à l'heure actuelle. La remise en cause de la solidité du traité joue sans doute un rôle essentiel dans les primes de risque sur la dette souveraine, plus important que les inquiétudes sur les politiques budgétaires.

Xavier Timbeau – Il n'est pas certain que si tout le monde adoptait la règle d'or, la BCE, (et les Allemands) pour autant lèverait toute limite et serait prête à aller jusqu'à 2 000 milliards de rachat de titres souverains européens.

Philippe Martin – Ce sera à la fois une constitutionnalisation de l'ajustement budgétaire, et ce sera aussi des signaux très clairs et rapides pour les pays les plus vulnérables, France comprise.

Philippe Weil – Il faut aussi insister sur les liens entre politique budgétaire et structure du système financier. On voit bien que la France hésite à mettre en place un nouveau *bail out* des banques de peur de perdre sa note souveraine AAA en même temps qu'il faut maintenir l'effort budgétaire. Les Belges s'inquiètent parce que Dexia leur coûtera 1 % du PNB l'an prochain et que, pour maintenir le cap, il va falloir faire 1 % d'austérité fiscale supplémentaire. On voit donc le cercle vicieux et son danger. Si on avait abordé la crise

actuelle avec une dette de 40 % au lieu de 60 % du PNB, est-ce que cela ferait une énorme différence ? Ce n'est pas sûr. 80 ou 100 %, est-ce une énorme différence aujourd'hui, c'est là le débat. Parlons de la France.

Frédéric Lerais – On a dit déjà beaucoup de choses, il reste des aspects court terme spécifiques à la France sur le diagnostic à court terme : où en est la France ? Il y a eu un premier trimestre très fort, et un deuxième très bas. Après les comptes trimestriels, viennent des comptes trimestriels révisables, puis révisés. C'est toujours un peu compliqué, il faut savoir dans quel sens ils vont être révisés. C'est évident que le premier trimestre était trop haut, le second trop bas. Ça nous ennuie un peu pour dresser le diagnostic général.

Les questions qui se posent sont autour de l'emploi, autour du chômage et des salaires, globalement. Effectivement, on a eu un ajustement de l'emploi très surprenant, faible au regard de la croissance. L'emploi s'est relativement bien maintenu dans la période. Il y a un encadré montrant des équations d'emploi un petit peu révisées et qui montrent bien qu'on aurait dû connaître un ajustement de l'emploi bien plus important que celui qu'on a enregistré. C'est une bonne nouvelle qui nous a permis de résister, d'avoir une masse salariale qui, compte tenu de la croissance, tenait à peu près la route, alors qu'on aurait pu avoir un choc beaucoup plus violent. Une fois que les comptes seront révisés, nous verrons si nous n'avions pas plus raison avec l'emploi qu'avec la croissance. La question que cela pose, c'est celle de l'ajustement de l'emploi à partir de maintenant. Qu'est-ce qui va se passer ? Qui dit maintien d'une faible productivité, dit forte dégradation des marges des entreprises. Du côté public, on n'a pas beaucoup de marges ; du côté privé, ce n'est pas tellement mieux. Est-ce que cela signifie que l'on va connaître maintenant l'ajustement de l'emploi pour revenir sur un profil de taux de marge plus usuel des entreprises ? Il y a une inquiétude sur l'ajustement de l'emploi et des salaires à venir. Il y a des interrogations sur les salaires qui là aussi se sont relativement maintenus au regard de la croissance. J'imagine que si vous aviez fait passer une « courbe de Phillips », on aurait pu penser que les salaires auraient pu s'ajuster. On a le sentiment que la masse salariale et le marché du travail pourraient se retourner maintenant, donc pas au meilleur moment.

L'autre question est liée à la consommation. On voit bien dans la prévision qu'il y a un taux d'épargne qui augmente, ce qui ne doit pas être le cas en moyenne chez les autres prévisionnistes. On peut comprendre pourquoi ce taux d'épargne est élevé. Les agents peuvent être très bons dans leurs anticipations et dire qu'ils pensent que les revenus disponibles vont maintenant ralentir ou décroître. On pourrait avoir un micro-effet ricardien, mais je n'y crois pas. Que va-t-il se passer du côté des ménages et des entreprises compte tenu de ces petites déconnexions sur la partie emploi et sur la partie consommation ?

Philippe Martin – Sur l'emploi, je ne vais pas dire beaucoup de choses car ce n'est pas mon domaine. Sur la France, en général, on est plutôt dans une situation inédite, car dans un cycle politique avant une élection il y a plutôt une augmentation des dépenses publiques, et là on assiste à une course à l'austérité. Sur l'ajustement de l'emploi, je n'ai pas complètement compris comment vous expliquiez le fait qu'on anticipait une baisse de l'emploi beaucoup plus forte que ce qu'on a vu, et en particulier le lien avec la productivité. La productivité a-t-elle d'avantage baissé qu'attendu ? Est-ce que cela a un impact sur vos prévisions, sur le taux de croissance de long terme ? Pas d'impact sur les comportements de consommation ? En fait vous n'êtes pas très néo-keynésiens. Si vous l'étiez il y aurait un impact négatif sur la consommation aujourd'hui. Si les entreprises et les consommateurs se disent que c'est un choc de productivité permanent, pour plein de raisons, ça devrait avoir un impact sur la consommation aujourd'hui et l'investissement aujourd'hui.

Xavier Timbeau – Cela pourrait être une façon d'endogénéiser ce qui semble aujourd'hui être un simple résidu négatif. *A posteriori*, c'est envisageable, en temps réel c'est acrobatique et c'est vite circulaire.

Philippe Martin – En fait, ce qui s'est passé sur la productivité explique vraiment le *gap* entre ce qui devait être prévu pour l'emploi et ce qui s'est réalisé ?

Éric Heyer – On ne change pas nos hypothèses de tendance de productivité à long terme. Le premier trimestre de l'année 2011 est complètement en ligne avec ce qu'on disait, c'est-à-dire une croissance forte de l'activité, plus de 1 % et 0,4 % d'emploi. Donc nous estimons 0,8 % de productivité en trimestriel, donc 3,2 en rythme annualisé. Nous étions alors bien dans une phase de fermeture du cycle de productivité. Le deuxième trimestre, en revanche, prend à contre-pied cette analyse.

En général les modèles à correction d'erreur nous amènent à rattraper la tendance en l'espace de six à huit trimestres. Là nous avons ralenti le rattrapage : vu la croissance que l'on projette, cela aurait pour conséquence un choc massif sur les destructions d'emploi avec tous les effets récessifs que cela engendrerait.

L'explication, fondamentalement, il n'y en pas. Cela fait quatre trimestres que l'équation ne passe plus à un trimestre près, le premier de 2011.

Philippe Martin – Y a-t-il une intuition sur ce qui est en train de se passer sur le marché de l'emploi ?

Éric Heyer – Il y a deux intuitions. La première c'est que ce sont des comptes qui sont provisoires. Et ce sont des comptes qui vont être révisés. En période de forte variation conjoncturelle, cela arrive très souvent. Donc se baser sur des comptes faux et qu'on essaie de rectifier.

Philippe Martin – En fait le taux de croissance de la production pourrait être déficitaire.

Éric Heyer – La deuxième hypothèse, c'est qu'il y ait une rupture de productivité, mais on ne sait pas la mesurer, on ne sait pas l'identifier. Il est un peu trop tôt, et l'utilisation importante de la politique budgétaire et monétaire fait qu'on ne sait plus bien déterminer ce qui est structurel ou conjoncturel.

Xavier Timbeau – La troisième raison est qu'il peut y avoir des formes ajustement sur le marché du travail qui ne passent pas par l'emploi et le salaire tels qu'ils sont dans la comptabilité nationale mais qui passent par des variations importantes de la durée du travail ou dans d'autres formes de travail comme l'intérim, les contrats courts, la précarité. S'il y a une augmentation forte des contrats courts ou des temps partiels, qui est mal mesurée, cela peut expliquer d'un côté pourquoi il y a de l'emploi mais en même temps il y a ajustement par les rémunérations.

Philippe Martin – Une chose surprenante : les salaires ont plutôt augmenté.

Éric Heyer – Effectivement, avec une équation de Philips standard, on obtiendrait une progression des salaires plus modestes que celle observée.

Philippe Martin – Et même pour 2012, j'ai trouvé + 3 % de prévu par les entreprises en nominal, c'est beaucoup.

Frédéric Lerais – Il y a eu un renouveau des négociations quand même.

Philippe Martin – Les marges des entreprises sont en train de s'effondrer.

Éric Heyer – Ce qu'on ne met pas en prévision c'est un rétablissement franc de ces marges. Il y a un *alea* très négatif dans les risques que les marges vont se rétablir rapidement, pas par les prix mais par une augmentation de la productivité.

Philippe Martin – Vous n'avez pas une équation de rattrapage des marges.

Éric Heyer – Si bien sûr mais nous avons atténué son effet. On fait un rattrapage très modeste. On a une productivité au-dessus de sa tendance, on a une légère fermeture du cycle de productivité, un léger rétablissement des marges mais qui ne se fera pas complètement à l'horizon de la prévision.

La hausse du taux d'épargne du deuxième trimestre est déjà dans les comptes et ensuite nous stabilisons le taux d'épargne, il augmente de 0,2. Cette hausse du taux d'épargne du deuxième trimestre est inexplicable. Elle est liée au fait que les salaires ont fortement progressé alors que la consommation n'a pas avancé.

Dans ces cas-là, deux solutions sont possibles : soit on fait comme l'INSEE – c'est-à-dire puisque la hausse est inexplicable, je la corrige en prévision, je fais baisser mon taux d'épargne et auquel cas cela me donne plus de consommation et donc de croissance – ; soit, et c'est notre scénario, on pense que cette hausse va disparaître dans la prochaine version des comptes. Du coup elle va glisser, et on ne peut pas mettre une baisse dans le futur, alors qu'en fait, on va nous dire bientôt que cette hausse n'a pas eu lieu. Il n'y a aucune raison pour que le taux d'épargne baisse et on ne peut pas donner comme raison le fait que c'est une hausse inexplicable.

Frédéric Lerais – N'y a-t-il pas d'effet de richesse financière ?

Éric Heyer – Non immobilière seulement, mais l'effet de richesse immobilière disparaît dans la prévision. Pas de grands espoirs de ce côté-là.

Xavier Timbeau – On fait le pari que la dynamique des salaires c'est plutôt une erreur de mesure. Elle conduit à surestimer la masse salariale, ce qui dégrade « trop » les marges d'entreprises, et qui donne « trop » de revenus aux ménages.

Philippe Weil – A-t-on répondu à tout ? La France est-elle menacée sur son AAA ?

Philippe Martin – Oui, elle est menacée, la réponse est simple.

Frédéric Lerais – Que fait-on de cette menace ? On retrouve la discussion de tout à l'heure, sur les dettes souveraines, sur l'aspect pro-cyclique et dangereux des programmes d'austérité.

Philippe Martin – La version optimiste sera de regarder ce qui s'est passé le jour où les États-Unis ont perdu leur AAA, où les taux d'intérêt ont baissé et le prix des bons du Trésor ont augmenté, car dans une situation de risque, tout le monde est allé acheter des bons du Trésor américains. Je ne pense pas que ce sera le cas de la France. Il est clair que dans l'environnement politique, en particulier aujourd'hui, le gouvernement fera tout pour l'empêcher. C'est un des axes de la politique économique de Nicolas Sarkozy aujourd'hui. Je ne serais pas étonné que ce soit aussi un des axes de politique économique du prochain gouvernement quel qu'il soit.

Philippe Weil – Je voudrais vous remercier tous les deux d'avoir pris le temps de venir et de réfléchir à nos prévisions. Je vous remercie pour les suggestions que vous nous avez faites. Et je renouvelle mes remerciements à l'équipe du DAP pour ce travail.

Interregional risk sharing : a study of the fiscal and financial channels in the US and in Europe

Mickaël Clévenot et Vincent Duwicquet

Risk-sharing shall allow asymmetric shocks smoothing into a monetary union. Three adjustment channels could play: public transfers, credits, financial incomes between regions/countries. The literature underlines the actual weakness of this mechanism in Europe whereas it tends generally to suggest that it plays a major role in United-States.

In this work, we show for the United-States that financial channel is overestimated. The lack of appropriate data conduces to attribute a too big smoothing part to the risk-sharing instead of Optimum Currency Area effects. Finally, we produce the estimations on euro area where data are much precise and showing that financial channel is more small as predict. These results induce a reappraisal of federal budget.

Keywords: monetary unions, asymmetric shocks, financial integration, risk-sharing.

JEL classification: E61, F15, F36.

Back to hell?

Forecasts for the World Economy, 2011 and 2012

Département analyse et prévision

Global economy is hardly recovering from the trauma of the 2008/2009 recession. Of course, fiscal stimulus and automatic stabilizers avoided a depressive cycle as in the 1930's. Yet the use of all means of conventional and unconventional economic policy led to a socialization of unsustainable private debts. Public budgets are heavily in deficit and public debts have strongly increased. In this context, EU member states are concerned about a possible worsening of their sovereign rating. The threat of default on Greece also hits some large countries of the euro zone, and risk premiums skyrocket for countries already in difficulty. European governments are then implementing fiscal

* La *Revue de l'OFCE* est référencée dans ECONLIT

consolidation to improve public finances, which would push economies into recession if goals were to be achieved whatever the cost.

Keyword: Macroeconomic forecasting.

JEL Classification: F01.

Euro Area: a denial of reality

Forecasts for the Euro area economy, 2011 and 2012

Département analyse et prévision

After a good start during the first quarter of 2011, GDP growth in the second quarter has been curbed down by the rise of inflation and the implementation of restrictive fiscal policies. The rate of growth only reached 0.2% and would not speed up in the following quarters. The negative impact of fiscal consolidation would indeed be amplified by the weakness of leeway of monetary policy and by the synchronisation of the austerity measures that have been scheduled by all EMU countries in 2011 and 2012. The GDP would only grow by 0.9% in 2012 after 1.7% in 2011. Besides, the balance of risks are on the downside as a default of Greece would fuel contagion to other fragile countries which would lead to further restrictions and would put the banking system under a heavy pressure.

Keywords: European macroeconomic forecasts.

JEL Classification: F01.

France: consolidated austerity

Forecasts for the French Economy, 2011 and 2012

Département analyse et prévision

In 2011 and 2012, the French economy would increase slowly, by 1.6 and 0.8 percent respectively. Following the deepest recession experienced since the 1930's, such performances are disappointing given the existing potential for a strong recovery, i.e. 3.8 percent each year. However, non-coordinated budget consolidations implemented simultaneously both in France and in other European countries will dampen activity and then drag down fiscal receipts. The budget deficit target, 4.5 percent of GDP in 2012, will not be reached (5.2 percent). Additional measures implemented in France and in Europe to ensure the targeted ratio would then plunge the French economy into a new recession, with economy decreasing by -1.7 percent in 2012. Unemployment would then be raised next year from 9.7 percent according to our reference scenario, to 10.9 percent.

Keywords: French macroeconomic forecasts.

JEL Classification: F01.

Monetary policy: the neverending story

Département analyse et prévision

Central banks have not yet escaped from the liquidity trap. They went then forced to announce a new set of unconventional measures in September and October 2011. The main tool used by the Federal Reserve, the Bank of England and the Bank of Japan consists in buying long-term Treasury assets. By this way, monetary and fiscal policies are loosened at the same time in the United States and in Japan. In the United Kingdom, the new wave of assets purchases should help cushioning the impact of the fiscal austerity package. Finally, even if the ECB also engaged in such a program, it has not gone as far as the other central banks and would then have leeway.

Keywords: Monetary policy. Interest rates. Quantitative easing.

JEL Classification: E2.

The multiplication of austerity

Département analyse et prévision

In 2011, developed countries have implemented budget cuts to reduce public deficits and control the increase in their debt-to-GDP ratio. However, trying to reduce deficits while growth has not resumed may prove painful. The literature suggests that the impact of fiscal policy on growth is maximal when: the output gap is negative and monetary and exchange rate policies are ineffective. Moreover, when homogeneous fiscal policies are implemented simultaneously in neighbouring countries, their impact on growth adds to the effect of the national policy. The paper develops three points: the output gap level today, the measure of the impact of budget cuts on growth in developed countries according to various scenarios, our medium-term projections for public debt.

Keywords: Fiscal policies. Output gap. Public debt. Medium term outlook.

JEL Classification: E32, E61, H68.

Achévé d'imprimer par l'imprimerie Bialec, Nancy, France.
Dépôt légal : 4^e trimestre 2011.
Directeur de la Publication : Philippe Weil
Imprimé en France