

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.

Jean-Paul Fitoussi

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 20 octobre 2010

Participants au débat :

Natacha Valla : *Économiste en chef chez Goldman Sachs*

Gilbert Cette : *Professeur d'économie associé à l'Université de la Méditerranée*

Jean-Paul Fitoussi, Éric Heyer, Mathieu Plane et Xavier Timbeau : *OFCE*

Jean-Paul Fitoussi : Je remercie vivement Natacha Valla et Gilbert Cette d'avoir bien voulu examiner les prévisions de l'OFCE et de se prêter au débat. Nous serions, dans un premier temps, très heureux d'entendre vos observations sur la prévision concernant l'économie mondiale et européenne.

Natacha Valla : Si j'ai bien lu le message principal de votre scénario global, le monde court le risque aujourd'hui d'être confronté à une trappe à liquidités. C'est le point central de votre scénario. Cette situation date déjà pour l'économie japonaise, qui a peu de chances d'en sortir en 2011. En revanche, j'aurais plus d'interrogations par rapport à la situation de la zone euro, étant données les rigidités nominales dont l'économie européenne peut faire preuve et étant donnée la façon dont la politique monétaire de la BCE a été mise en œuvre.

Second point, présent dans l'ensemble des documents, votre positionnement critique par rapport à la consolidation budgétaire généralisée, c'est-à-dire non coordonnée, ne prenant pas en compte les externalités et les effets de *spill over* qui peuvent émerger d'une économie à l'autre. Ces *spill over* ont effectivement joué en faveur de l'économie mondiale lorsque les plans de relance ont été introduits. Le souci principal qui ressort de votre prévision est celui d'une consolidation trop précoce et pas assez étalée dans le temps, ce qui permettrait d'éviter ces effets d'interaction négative. Il est vrai que la consolidation est beaucoup plus tolérable dans un contexte où le taux de change peut s'ajuster pour contrebalancer ses effets restrictifs. C'est donc un thème paradoxal pour la situation de l'économie mondiale parce que les États-Unis et la zone euro se trouvent actuellement, de ce point de vue, dans des situations opposées. Ces forces contraires entre l'ajustement du change et les politiques budgétaires restrictives se compensaient effectivement dans la zone

euro début 2010 lors de la phase de dépréciation de l'euro. Aujourd'hui la problématique s'y est inversée de façon brutale. L'évolution des changes a été volatile sur les derniers mois écoulés, et le monde est passé brusquement d'une problématique de faiblesse de l'euro à une problématique de faiblesse du dollar. Étant donnée votre deuxième thématique centrale qui, avec la trappe à liquidité, est la déflation, la problématique des interactions entre les différentes zones monétaires me paraît cruciale, et il convient de souligner ces contrastes. Aujourd'hui, si l'ajustement du dollar se confirme, les États-Unis de ce point de vue seront dans une position beaucoup plus simple que la nôtre, ce qui leur permettra de consolider leur budget. Malgré cela, les États-Unis restent la zone économique la plus préoccupante et de loin en matière de perspectives économiques. Le risque de déflation y est beaucoup plus fort que dans la zone euro (où il reste à mes yeux négligeable), malgré l'ajustement des changes, dans le contexte d'une demande intérieure anémique et où des incertitudes persistent sur les prix de l'immobilier américain, par le biais notamment des *foreclosure*. Pour moi, la problématique de consolidation va s'appliquer aux États-Unis, mais pas aussi vite que ce que les changes pourraient permettre.

Un autre point intéressant de la prévision est le petit encadré sur les bulles, point central pour la crise mais aussi pour la reprise, en particulier les bulles de l'immobilier et des prix d'actifs. Ne peut-on pas presque dire que l'Europe a eu de la chance de voir la bulle immobilière américaine exploser au moment où elle développait elle-même une bulle de crédit, depuis une demi-décennie ? Ce coup de frein sur le crédit bancaire lié à la récession sera potentiellement un problème pour la reprise, mais il faut faire de mauvaise fortune bon cœur et considérer que la modération dans la croissance du crédit est intervenue avant que la question de la bulle du crédit ne devienne critique.

Sur la thématique de la déflation : la série de facteurs que vous invoquez derrière ce risque me semble juste, stress financier, incertitudes sur le potentiel de croissance, incertitudes au niveau des politiques économiques, sociales et des changes. Si l'on vous suit, il suffirait de lever ces incertitudes pour éliminer le risque de déflation. Or, si la Fed faisait du *quantitative easing* et les gouvernements européens de la consolidation, l'incertitude serait fortement réduite et pourtant le risque déflationniste ne disparaîtrait pas.

Autre remarque sur la déflation et la consolidation : quid des risques extrêmes non abordés dans votre scénario central ? Dans les discussions des politiques macroéconomiques, c'est pourtant un élément important. Pour la politique de *quantitative easing* de la Fed, par exemple : étant donnée la forte réactivité de la politique économique américaine, si celle-ci, même à longue échéance, devait repartir, il y aurait peut-être alors un risque, non pas de déflation, mais de revirement brutal vers l'inflation. Concernant la consolidation budgétaire européenne, l'événement extrême à ne pas négliger est un renouveau de tensions brutales sur les marchés souverains, qui pourrait induire une augmentation potentiellement substantielle et durable du coût de refinancement des États sur les

marchés. Si tel était le cas, l'augmentation du coût de la dette grèverait les moyens disponibles pour les autres postes de dépense publique. Les investisseurs, après le phénomène grec, conservent une défiance malade vis-à-vis des comptes nationaux européens.

Jean-Paul Fitoussi : Alors comment expliquez-vous le glissement du dollar ?

Natacha Valla : Il a été très abrupt et essentiellement lié à la politique quantitative de la Fed. En termes bilatéraux, les glissements les plus violents ont eu lieu lorsque les marchés ont compris que la politique quantitative allait être renouvelée, alors que la BCE continuerait sa stratégie dite « de sortie » vers une normalisation de la liquidité et des taux.

Gilbert Cette : Je suis d'accord avec ce qu'a dit Natacha concernant les risques de déflation : à part le Japon, où cette situation n'a rien de nouveau, de tels risques paraissent très réduits. Certes les anticipations d'inflation sont actuellement faibles, mais inflation faible ne signifie pas déflation. Par ailleurs, l'invocation des mouvements de change en l'espèce me paraît toujours un peu spéculative : les mouvements de change se traduisent par un transfert d'inflation entre zone, ils réduisent l'inflation de la zone dont la monnaie s'apprécie, mais l'augmente pour l'autre zone, en l'occurrence les États-Unis actuellement.

Jean-Paul Fitoussi : En essayant de replacer ces événements dans un schéma théorique, le plus simple à concevoir est le modèle de Mundel-Flemming qui dit qu'une politique restrictive en Europe conduit en principe à la dépréciation de l'euro. Une politique monétaire expansionniste aux États-Unis conduit à la dépréciation du dollar. Il y a donc un élément non coopératif fort dans l'affrontement de ces deux politiques. C'est cela qui fait penser qu'il y a un risque de déflation.

Natacha Valla : Oui. La situation non coopérative de politique macroéconomique la plus critique pour 2011 me semble être liée aux tensions possibles entre l'ajustement (ou pas) des politiques budgétaires et la position de la BCE.

Jean-Paul Fitoussi : La position de la BCE est bonne actuellement. Les débats qui continuent d'avoir lieu à la BCE montrent bien que la probabilité du *quantitative easing* est aussi forte.

La réaffirmation par le Président de la BCE que ces méthodes, qui sont très éloignées des traités, seront poursuivies par la BCE est très innovant. Par ailleurs si la BCE rachetait tous les titres publics, il n'y aurait pas de risque de taux sur la dette publique.

Gilbert Cette : Je ne souhaite pas m'impliquer dans cette partie du débat, mais je ferai à ce stade deux remarques. La première est que ces politiques font l'objet de discussions parfois vives en Europe, et l'existence d'un tel débat est une bonne chose. Ensuite, les interventions des derniers mois montrent que toutes les autorités ayant en main les leviers du *policy mix* ont su intervenir de façon pragmatique et

cohérente, parfois dans l'urgence, afin en particulier de préserver la cohésion de la zone euro. Ce constat est bien entendu rassurant.

Natacha Valla : Il faut distinguer deux aspects différents. L'intervention sur les marchés de dette publique n'est pas conduite avec l'intention d'augmenter les volumes de liquidités sur les marchés. Mais par ailleurs, la BCE donne encore aux banques un accès à des liquidités bon marché, sans limites quantitatives. Or la BCE est dans une position beaucoup plus confortable que la Fed, car même en laissant cette fenêtre ouverte aux banques, dans le courant de l'automne, l'aspect réellement quantitatif de la politique monétaire s'est spontanément réduit. Pour la BCE l'excès de liquidités était égal à environ €100 milliards en septembre contre seulement 40 à 60 milliards d'euros aujourd'hui. La Fed c'est déjà incroyablement plus que cela, et elle s'apprête à rajouter entre 500 et 1 000 milliards de dollars sur les marchés l'an prochain. Mais en effet, la vraie révolution copernicienne fut lorsque la BCE décida, en mai, de violer le traité pour acheter des titres publics. La BCE devient la seule institution européenne capable en cas de crise de réguler les marchés de la dette publique. Enfin autre question : que vont faire les banques centrales des pays émergents ?

Jean-Paul Fitoussi : On a parlé de politique de consolidation budgétaire, si on veut qu'elle soit cohérente, ne doit-elle pas être différenciée selon les pays ? Certains pays sont amenés à faire un effort beaucoup plus important que celui qu'il devrait faire ; je pense par exemple à l'Italie.

Gilbert Cette : Concernant la comparaison des stratégies de consolidations des finances publiques observées entre l'Europe et les États-Unis, il faut souligner deux particularités américaines. Tout d'abord, la hausse du taux d'épargne des ménages tant attendue aux États-Unis se produit à un rythme soutenu. Le taux d'épargne a ainsi augmenté d'environ quatre points en 2008 et 2009, et pourrait se poursuivre. Le calendrier de la consolidation ne peut ignorer ces évolutions, et doit éviter une dépression trop brutale de la demande intérieure. Ensuite, la productivité horaire du travail n'a pas ralenti, voire a même accéléré durant la crise. Une telle évolution peut résulter d'une accélération de la croissance tendancielle de la productivité sous-jacente, ou de recompositions sectorielles ou encore des processus d'ajustements de la force de travail très atypiques en période de crise. Des travaux sont en cours pour analyser ces évolutions, qui peuvent avoir des conséquences fortes sur l'évaluation de la croissance potentielle américaine et donc sur l'effort de consolidation adapté dans ce pays.

Concernant l'Europe, un premier enseignement est celui d'un certain échec de la gestion des événements de 2003, lorsque la France et l'Allemagne, entre autres pays, se sont retrouvées en situation de déficit excessif. L'occasion d'une réelle rénovation du Pacte de stabilité et de croissance n'a alors pas été complètement saisie. Au lieu d'une prise en compte des écarts de situations initiales, en particulier concernant l'endettement public, nous en restons essentiellement à des indicateurs homogènes plaqués à des situations très différentes.

Natacha Valla : Dans le cadre des réflexions sur les sanctions budgétaires en contrepartie d'une solidarité avec mutualisation des risques, il ne faut pas faire l'économie d'approfondir le concept de dette. Il semble étrange de rester sur des concepts de seule dette publique. Dans le cas de l'Italie par exemple, l'endettement de l'État est certes dégradé, mais l'endettement total national, incluant la dette des entreprises et des ménages, apparaît comme l'un des meilleurs dans la zone euro.

Gilbert Cette : Il faut néanmoins demeurer très prudent : les situations patrimoniales des États peuvent parfois changer très rapidement. L'Irlande fournit une forte illustration de telles évolutions rapides : l'endettement public y était d'environ 20 % du PIB en 2007 et il devrait dépasser 75 % du PIB en 2010 et 90 % du PIB en 2011. Les situations patrimoniales peuvent être modifiées à une vitesse fulgurante. Autrement dit, une situation patrimoniale relativement favorable n'exonère pas d'une forte attention sur les flux.

Jean-Paul Fitoussi : Je serais curieux de connaître la dette totale du pays en y mettant la dette publique, la dette des entreprises et la dette des ménages. Parlons du Royaume-Uni, pensez-vous que la politique qui est suivie actuellement participe à la déstabilisation de l'Europe ou au contraire est-ce une bonne politique ?

Gilbert Cette : Le Royaume-Uni fournit tout d'abord un autre enseignement. Ce pays est le seul dans lequel une composante importante du plan de relance a consisté en une forte baisse du taux normal de TVA durant une année. Avec un peu de recul, on voit la confirmation qu'une telle politique est peu efficace en termes de soutien de l'activité, et plus encore en termes de soutien aux publics les plus directement touchés par la crise. Par ailleurs, elle perturbe fortement les calendriers de consommation. Concernant l'ampleur de la consolidation budgétaire, l'effort considérable envisagé par les autorités britanniques est à la hauteur des déficits publics dans ce pays : plus de 11 points de PIB en 2009 et en 2010...

Natacha Valla : La bouffée d'air que le Royaume-Uni a pu avoir par le biais de l'ajustement des changes a largement été exploitée, et on ne peut pas en espérer beaucoup plus si l'ajustement du dollar se confirme dans les mois à venir.

Jean-Paul Fitoussi : L'une des leçons en matière budgétaire, c'est qu'en réalité, l'essentiel des déficits et de la dette publics vient des stabilisateurs automatiques ; le fait de faire de la consolidation budgétaire, c'est d'une certaine façon empêcher les stabilisateurs automatiques de fonctionner.

Gilbert Cette : Il me semble qu'il faut présenter les choses différemment. Prenons par exemple le cas de l'Allemagne. De nombreux accords de branches déclinés ensuite par des accords d'entreprises y prévoient qu'en cas de chocs il est possible de réduire transitoirement la durée du travail et les salaires. La mise en œuvre de ces dispositifs a été, avec le chômage partiel, très efficace dans ce pays durant la crise. Ces dispositifs sont des stabilisateurs peut-être plus performants que ceux auxquels nous sommes habitués en France, et qui passent par des destructions d'emplois et des dépenses publiques d'indemnisation du chômage.

Jean-Paul Fitoussi : Les stabilisateurs qui proviennent de négociations collectives ne sont pas des stabilisateurs « privés ».

Xavier Timbeau : Je suis d'accord, c'est une des forces de l'Allemagne, mais je pense qu'on glorifie à posteriori un modèle qui était tourné vers la seule obsession de la compétitivité. Pris dans un choc dont on n'imaginait pas l'ampleur, il est apparu une qualité inespérée. En préservant le contrat de travail, y compris au détriment de la rémunération, il a permis de préserver l'outil de production et, paradoxalement, de réduire l'incertitude pour le salarié. D'autres systèmes, comme en France, reposent sur la fiscalité ou la protection sociale (et fondés sur un socle plus conflictuel, de droits plutôt que de négociation) n'ont pas réussi à empêcher les faillites. Au moment où l'activité a repris partiellement, les commandes n'ont pu être assurées que (principalement) par les entreprises allemandes. Ce qui au départ était un schéma de flexibilité, visant à contrôler les risques d'inflation salariale, s'est révélé être une assurance très forte contre les risques extrêmes, ce qui n'était pas du tout sa vocation première.

Gilbert Cette : La culture d'accords de réduction de la durée du travail et des salaires pour préserver l'emploi est née dans ce pays au début des années 1990, dans la métallurgie. Ces accords se sont ensuite multipliés et diffusés. La culture de tels accords a donc émergé avant la rigueur salariale que connaît ce pays depuis la seconde moitié de la décennie 1990. Ils sont intrinsèquement associés à la préoccupation de protéger l'emploi. En France, comme dans d'autres nombreux pays, la stabilisation passe plus directement par des ajustements d'emplois.

Jean-Paul Fitoussi : Nous avons fait le tour du monde en 80 minutes, nous allons parler de la France.

Natacha Valla : Sur la France, mes deux questions portent essentiellement sur la demande intérieure. D'abord la consommation privée qui, dans les prévisions, reste finalement assez atone en raison de l'évolution du marché du travail. En particulier, la détérioration du marché du travail fin 2011 est très atypique. Une seconde question porte sur l'effet richesse : concernant l'évolution des patrimoines financiers, on remarque une reprise de leur valorisation assez massive cette année. Or, ce qui compte n'est-il pas le changement de la valorisation du patrimoine plutôt que son niveau ? Ce « delta » devrait suffire à avoir un effet richesse positif.

Jean-Paul Fitoussi : En principe c'est la différence de valorisation (delta) ; l'effet de richesse joue à la baisse comme à la hausse, si la consommation diminue à la suite de la baisse de la richesse, elle devrait reprendre lorsque la richesse recommence à augmenter. Mais l'effet de richesse en France n'est pas très important.

Éric Heyer : Non seulement il n'est pas très important mais la richesse financière dont vous parlez ne ressort pas significativement dans notre équation de comportement d'épargne.

Natacha Valla : Sur le taux d'épargne, vous notez dans le rapport qu'il est remonté d'un point en moins d'un an, ce qui est vrai. En revanche, peut-on vraiment dire que le taux d'épargne ne va pas venir en soutien à la consommation sur la seconde moitié de 2011, même si le marché du travail marquait un point d'inflexion ? La dynamique de l'épargne, ainsi que l'évolution du marché du travail et des revenus du travail présentées dans les prévisions sont discutables.

Éric Heyer : L'augmentation de l'épargne observée en 2009 ne fait que compenser la moitié de la baisse enregistrée depuis 2003 : le taux d'épargne actuel n'est donc pas à des niveaux historiquement hauts. Par contre, par quelle dynamique la baisse de l'épargne s'enclencherait ? Dans notre scénario de stabilisation du taux de chômage, l'épargne de précaution réapparaît, et compenserait l'effet richesse immobilier.

Gilbert Cette : La prévision France de l'OFCE est, en termes de croissance du PIB, totalement dans la moyenne du consensus actuel. Elle est en revanche plus atypique concernant la composition de la demande.

Éric Heyer : Ce qui est surtout atypique dans notre prévision, c'est le scénario trimestriel.

Gilbert Cette : En effet, c'est une première originalité. Sur la fin de la prévision, la croissance du PIB prévue n'y est que de 0,2 % par trimestre, soit moins de 1 % de croissance du PIB en annuel. Il manque peut être une discussion sur le sous-jacent de croissance en sortie de prévision et sur l'impact de l'effort de consolidation. Par ailleurs en termes de composition de la demande, la forte contribution des stocks est aussi atypique, et on pourrait la discuter. De ce point de vue aussi, la prévision de l'OFCE est atypique. Un autre élément atypique est la faible contribution de la consommation des ménages. Cette faiblesse repose sur trois éléments qui prêtent à discussion : i) la prévision est assez pessimiste concernant l'emploi. En ce domaine, on ne comprend pas encore bien ce qui s'est passé au premier semestre 2010, mais le choix que vous faites de pencher sur une lecture accidentelle de cette amélioration certes surprenante peut prêter à discussion ; ii) la prévision est également pessimiste concernant les salaires, qui y ralentissent fortement ; iii) enfin, la prévision stabilise le taux d'épargne des ménages à environ 16 %. Ce choix aboutit à ce que, contrairement à ce qui est habituellement observé, les effets sur la consommation du ralentissement du revenu disponible des ménages ne sont pas amortis par une baisse du taux d'épargne. Ces choix qui pénalisent la demande intérieure, contrairement à celui qui est retenu concernant les stocks, prêtent à discussion. En revanche, il me semble que l'on peut trouver la prévision optimiste concernant l'investissement des entreprises, pour deux raisons. Tout d'abord, comme c'est d'ailleurs souligné dans le document, le taux d'utilisation des capacités de production demeure très bas, cette situation atypique étant d'ailleurs non totalement expliquée. Par ailleurs, la situation financière des entreprises françaises mériterait peut être un examen plus approfondi. Quand on compare la France aux autres pays de la zone euro, en particulier dans l'articulation entre taux de marge et taux d'épargne des entreprises, il apparaît que la France connaît une situation particulière. Dans tous les pays, le

taux de marge a sensiblement baissé durant la crise. Mais en France, le taux d'épargne des entreprises a beaucoup moins chuté qu'ailleurs en 2009 car l'effondrement de l'impôt sur les sociétés y a fortement amorti les effets de la crise. Un tel effondrement de l'IS, très spécifique à la France, masque en partie les effets très défavorables de la crise sur la situation financière des entreprises. C'est pourquoi il y a un optimisme peut être exagéré sur la capacité d'autofinancement des entreprises françaises.

Natacha Valla : Le plan de relance était surtout ciblé sur l'investissement. Avec son arrivée à terme, il y a sans doute des raisons de rester prudents sur la pérennité de la reprise du cycle de l'investissement. Avec les bons chiffres du deuxième trimestre, a-t-on réellement touché le point d'inflexion ?

Éric Heyer : Selon vous, nous avons été trop pessimistes sur la consommation et trop optimiste sur l'investissement ! Sur le graphique de l'*output gap* trimestriel on voit bien qu'il continue à être négatif, ce qui veut bien dire que 0,2 c'est très loin du potentiel qui est plutôt de 0,45. C'est pour cela que l'on fait augmenter le taux de chômage. Pour les stocks, notre analyse nous indique un fort potentiel de reprise lié à l'arrêt du déstockage, voire même à un restockage dans les trimestres à venir. Imposer une contribution nulle me paraît très risqué dans le contexte actuel, risqué dans le sens que l'on peut passer à côté de quelque chose d'assez important et qu'il peut y avoir des bonnes nouvelles puisqu'il y aura soit un nouveau déstockage soit un restockage. Par ailleurs, les chiffres en glissement annuel sont beaucoup plus parlants que les moyennes annuelles : nos prévisions sont de 2 % en 2010 et 1 % en 2011. Sur l'investissement vous nous reprochez d'être trop optimiste.... on aurait pu effectivement être plus restrictif.

Mathieu Plane : On pense également que l'ajustement sur l'investissement n'est pas complètement terminé. Nous partageons le diagnostic que les surcapacités vont être longues à éponger et que la situation financière des entreprises reste dégradée, à la fois du côté du taux de profitabilité du capital ou du taux d'autofinancement. Cependant, avec la bonne surprise observée sur l'investissement au deuxième trimestre 2010, et le rebond de la croissance que l'on prévoit au second semestre, il était difficile d'être plus pessimiste sur l'investissement.

Natacha Valla : Je comprends la réflexion sur le scénario déflation lorsque celui-ci se place dans la perspective d'une croissance potentielle virtuellement inchangée malgré la crise. Par exemple, les modèles d'inflation basés sur l'*output gap* sont devenus de très médiocres outils depuis un an. Ainsi, le point d'inflexion dans la décélération de l'inflation sous-jacente n'est pas cohérent avec un *output gap* (négatif) persistant (lui-même lié à l'hypothèse d'une croissance potentielle constante).

Éric Heyer : Notre modélisation prend en compte ce problème en faisant jouer le NAIRU avec le taux de chômage. Cette élasticité est par ailleurs fonction de l'*output gap*.

Gilbert Cette : Les évaluations du PIB potentiel, sur le moyen terme, reposent sur l'hypothèse d'un stock de capital exogène, avec des lois de mortalité constantes. Or, durant la crise, des déclassements accélérés et des faillites ont pu réduire ce stock de capital, et en conséquence le PIB potentiel. Le niveau des écarts de PIB a pu en être affecté.

Éric Heyer : Ce même graphique montre bien qu'avec une hypothèse de croissance potentielle divisée par deux au cours de la crise, vous restez néanmoins encore dans des zones très négatives d'*output gap*.

Xavier Timbeau : Nous calculons l'*output gap* avec la définition conventionnelle, où la croissance potentielle est inchangée et court à partir d'avant la crise. Cet *output gap* est utilisé à posteriori pour qualifier la situation présente, mais il n'intervient pas dans la modélisation que nous utilisons pour projeter la trajectoire des économies. Ainsi, la pression déflationniste est opérée par le taux de chômage et non l'*output gap*. L'hypothèse que nous utilisons n'est donc pas déterminante et nous ne sommes pas soumis à une erreur quant à cette notion dans notre raisonnement.

Jean-Paul Fitoussi : Est-ce que la note AAA de la France est menacée ?

Natacha Valla : Il faudrait un représentant de Moody's pour répondre ! Réponse rapide : à court terme non. Par rapport aux chiffres des finances publiques, Bercy a suffisamment bien ficelé le dossier pour 2011. Le flux d'informations qui nous est parvenu ces derniers mois pour 2010 est positif du point de vue de la consolidation des finances publiques. Les perspectives du projet de loi de finances pour 2011 sont réalistes, car nous avons environ 50 milliards d'euros qui reviendront mécaniquement dans les caisses de l'État français l'année prochaine. Ça aide. Au-delà, en revanche, cela reste à voir.

Gilbert Cette : Signalons par ailleurs que les pouvoirs publics gardent en main le joker de la suppression d'autres niches importantes dont les effets sur la croissance sont, selon de nombreuses analyses, très faibles. On peut par exemple évoquer la TVA réduite dans la restauration ou les exonérations fiscales et sociales sur les heures supplémentaires.

Mathieu Plane : En réalité, ce n'est pas 50 milliards qui reviendront mécaniquement dans les caisses de l'État mais plutôt 15 milliards d'euros avec la fin du plan de relance et le contrecoup de certaines mesures du PLF 2010, en particulier la taxe professionnelle. Les nouvelles mesures fiscales décidées dans le cadre du PLF pour 2011, avec notamment la réduction d'un certains nombres de niches fiscales, représentent près de 11 milliards d'euros de hausse de la pression fiscale et le gouvernement prévoit un ralentissement sans précédent de la dépense publique malgré la hausse des charges d'intérêt.