

Débat sur les prévisions

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

**Participants au débat sur les prévisions à court terme
du 30 mars 1998**

Christian de Boissieu : COE (Centre d'Observation Economique de la
Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris)
et Université Paris I

Hervé Monet : Société Générale

Jean-Paul Fitoussi, Philippe Sigogne, Valérie Chauvin, Gérard Cornilleau, Catherine
Mathieu, Olivier Passet, Henri Sterdyniak : OFCE

**Les conséquences de la crise asiatique sont-elles sous-
estimées après avoir été surestimées ?**

Christian de Boissieu : Les économistes sont effectivement passés trop vite d'un extrême à l'autre. Il faut cependant distinguer la situation en Asie et ses répercussions mondiales. En Asie, la crise s'est atténuée et la phase de résolution des problèmes structurels est engagée. Mais l'Indonésie cumule actuellement tous les risques. De plus, la situation japonaise est inquiétante : la crise de la gouvernance politique limite la mise en œuvre des mesures fiscales annoncées et conduit à une incapacité d'accroître effectivement le déficit public ; cette « trappe fiscale » (au sens d'incapacité à rendre effective une politique fiscale) s'accompagne d'une trappe à liquidité. La crise bancaire a la nature de la crise des *saving and loans* américaine : le problème n'est pas de trouver un « prêteur en dernier ressort », mais un « investisseur en dernier ressort », en fait l'Etat. La résolution de la crise américaine avait duré 4 à 5 ans, mais celle du Japon sera plus longue (8 à 9 ans).

Les conséquences sont actuellement sous-estimées car les délais sont négligés ; la faiblesse des effets récents ne doit donc pas être théorisée. Je suis globalement d'accord avec les résultats des modèles présentés par l'OFCE ; la modélisation a cependant du mal à prendre en compte tous les canaux de transmission : les effets de commerce extérieur peuvent bien être intégrés, mais comment apprécier les effets en termes d'investissements directs d'une part et de fragilité des banques d'autre part ?

Hervé Monet : La situation s'est améliorée en Thaïlande et en Corée du Sud ; ce n'est pas le cas en Indonésie, mais c'est une économie de taille réduite. Les effets sont conformes à ce qu'on attendait : la chute des importations asiatiques est en cours, la hausse des exportations résultant des gains de compétitivité est à venir. Le scénario de l'OFCE me semble exagérer l'impact de la crise : - 0,3 point de PIB pour la France en 1997 (les a-t-on vus ?) et - 0,6 point en 1998 semblent excessifs. En fait cela dépend si la révision en baisse de la croissance japonaise est intégrée dans cette évaluation. La crise des banques et des assurances nipponnes n'est pas un effet de la crise asiatique ; plus la crise dure, plus grande est la fragilisation des entreprises, plus forte devra être la recapitalisation de la sphère bancaire en particulier par la sphère publique et plus intense devra être la reflation par la politique budgétaire ou par un yen faible.

Si l'on intègre les effets indirects de la crise (baisse du prix du pétrole, baisse des taux d'intérêt, hausse du dollar), l'effet global est faible en Europe. A la Société Générale, nos évaluations sont proches 0,3/0,4 point de PIB sur l'Europe et les Etats-Unis en 1998 pour la crise asiatique *stricto sensu*, via le commerce international. Si l'on intègre l'effet spécifique du Japon, on obtient 0,75 point de PIB pour les Etats-Unis et 0,5 pour la France. Les effets indirects réduisent de plus de moitié ces chiffres.

La situation américaine, le dollar et les taux d'intérêt

Christian de Boissieu : Le scénario de baisse du dollar est défavorable à la croissance en Europe. La baisse du dollar prévue par l'OFCE me semble justifiée, mais son ampleur est exagérée. Elle tient à une hausse des taux d'intérêt trop forte en Europe et à un ralentissement de la croissance américaine trop marqué, plus fort que ce que j'attends.

Hervé Monet : La situation relative Etats-Unis / Europe pousse effectivement le dollar à la baisse : la balance des paiements se dégrade aux Etats-Unis, tandis qu'elle est stable en Europe. Les taux d'intérêt européens s'accroîtront légèrement, à l'inverse des taux américains. La croissance américaine s'atténue tandis qu'elle s'accélère en Europe. Mais l'introduction de l'euro introduit un élément d'incertitude, d'autant qu'il faut distinguer les effets transitoires au cours des premiers mois puis les effets à plus long terme induits par les réaménagements de portefeuille.

Henri Sterdyniak : Les conséquences de la crise asiatique ont été évaluées par un modèle mondial. L'hypothèse de réduction des financements vers l'Asie, non redéployés vers les autres pays émergents (Amérique Latine...) est récessive. Par hypothèse, la baisse des taux d'intérêt due à l'Asie est de 0,25 point pour les taux à court terme et 1 point pour les taux à long terme ; le recul du prix du pétrole induit par l'Asie n'est que de 10 %. Les effets récessifs restent donc importants. La dégradation de la situation des banques japonaises et les pertes en plus values des fonds de pension ne sont pas intégrés dans cette évaluation. Par contre, les modifications du flux d'investissements directs entre l'Asie et le reste du monde sont pris en compte, non par intégration aux équations du modèle, mais par des variables d'écart ; ces effets sont également récessifs.

En Europe, la BCE risque d'adopter un point de vue conservateur d'augmentation des taux d'intérêt allant au delà de ce qui résulterait d'une règle de Taylor (fondée sur l'inflation et l'écart à la croissance potentielle). Cela accentuerait la baisse du dollar. En revanche, nous n'avons pas tranché le débat sur un effet éventuel d'engouement ou de fuite sur l'euro, lors de son introduction.

Christian de Boissieu : En ce qui concerne le ralentissement américain : l'effondrement de l'investissement, envisagé par l'OFCE, (7 à 8 % en 1996-97-98 puis - 0,8 % en 1999) va au-delà des prévisions des effets des hausse des taux d'intérêt. Celles-ci me semblent d'ailleurs justifiées pour les taux courts mais excessives pour les taux longs en 1998. Pour le *flight to quality* et ses incidences pour les taux longs, une asymétrie va apparaître : la crise asiatique a provoqué une baisse des taux d'intérêt à long

terme, mais un calme (relatif) sur le front asiatique ne devrait pas les faire beaucoup remonter, car l'inflation est en décélération et les perspectives budgétaires à deux-trois ans demeurent favorables, réduisant l'effet d'éviction sur le marché obligataire.

Philippe Sigogne : L'inflation américaine va s'accélérer car la tendance sous-jacente est supérieure aux résultats récents ; le déflateur du PIB est donc plus significatif que les prix à la consommation. De plus, les coûts de la santé vont finir par augmenter davantage et surtout la saturation du marché du travail élève les coûts et menace la productivité. La hausse anticipée du taux de chômage étant faible (5,1 %), la hausse des salaires directs restera forte et la productivité faible.

La hausse des taux d'intérêt à long terme résulte de restrictions monétaires, actuellement masquées, et d'un retournement à prévoir, comme en 1993, après les excès de la dynamique du *flight to quality*. Mais ce n'est pas cette hausse des taux d'intérêt qui ralentit la consommation des ménages ; celle-ci provient d'une plus grande prudence des ménages ; la baisse du taux d'épargne a pour l'instant été portée par les plus-values boursières ; des moins-values auraient l'effet inverse.

Christian de Boissieu : Je suis plus optimiste sur l'inflation américaine : les seuils de déclenchement se sont déplacés grâce aux changements structurels. Pourquoi concrétiser une accélération de l'inflation quand l'atterrissage en douceur est anticipé ?

Hervé Monet : Il y a un scénario alternatif. Si les profits baissent du fait de la crise asiatique prise au sens large, c'est-à-dire en incluant une récession au Japon et un yen faible, on peut envisager un repli de *Wall Street* au second semestre et des effets-richeesse négatifs freinant la consommation des ménages. Même une simple stabilisation des plus-values aurait un effet négatif sur la consommation.

Catherine Mathieu : Le ralentissement de l'investissement américain dans la prévision s'explique par un effet d'accélérateur et par un effet profit. Il correspond à une stabilisation du taux d'investissement productif, qui a beaucoup augmenté depuis cinq ans. Le partage volume / prix / valeur est d'ailleurs délicat, en particulier pour les matériels informatiques qui connaissent de fortes baisses de prix.

Christian de Boissieu : Au second semestre de 1998, la prévision de croissance américaine passe déjà en dessous de la croissance potentielle...

Philippe Sigogne : ... en rythme annuel mais pas en niveau.

L'Europe

Christian de Boissieu : L'entrée dans l'euro devrait se faire avec des taux d'intérêt courts proches des taux actuels en Allemagne, en France etc. Le risque existe cependant que la BCE veuille imposer la crédibilité de l'euro par une politique agressive ; à ses yeux, les risques inflationnistes ont certes disparu, mais la composition de l'euro est plus large que prévu. Pourtant, même les marchés financiers n'ont plus peur de l'Europe du Sud : l'Italie, l'Espagne et le Portugal ont fait mieux que la France en 1997 pour le déficit public, sans recourir à plus de cosmétiques que les autres (avec quand même des interrogations sur le budget italien...). La baisse actuelle des déficits publics n'est cependant pas restrictive car elle provient de la croissance : c'est la composante cyclique qui fléchit. La politique budgétaire adopte ainsi une « neutralité vigilante ». Face à la lenteur de la baisse du chômage, la politique monétaire de la BCE devrait être accommodante.

Jean-Paul Fitoussi : Il faut distinguer ce que l'on croit probable de ce que l'on souhaite. L'inflation demeurera basse ; l'intensification de la concurrence due à l'euro conduira les entreprises à réduire leurs marges de profits. Une moyenne de taux d'intérêt européens à 4,5 % est élevée pour un chômage qui ne diminue que d'1,2 point.

Henri Sterdyniak : Il faut aussi distinguer selon les pays. La moyenne européenne des taux d'intérêt est supérieure à celle de la France ou de l'Allemagne. Les grands pays ont des taux bas et une inflation très faible. Mais les petits pays (Pays-Bas, Finlande, Irlande, Espagne etc.) n'ont que faire d'une politique expansionniste par les taux d'intérêt. D'où le compromis envisagé, la BCE augmentant les taux au-delà du nécessaire pour les grands pays.

Olivier Passet : Dans le passé, on s'est toujours trompé quand on pensait qu'une banque centrale n'oserait pas augmenter ses taux. En revanche, même en l'absence d'inflation, la BCE inclura dans sa fonction de réaction certains paramètres réels représentatifs des tensions sur l'offre.

Christian de Boissieu : La BCE aura-t-elle un comportement identique à celui de la Bundesbank, c'est-à-dire de frappe préventive en cas de tension sur les taux d'utilisation des capacités ? Ou bien tirera-t-elle la leçon américaine du déplacement du seuil de déclenchement de l'inflation ? La FED n'a pas réagi aux seuils habituels. Peut-on espérer en Europe le même pragmatisme qu'aux Etats-Unis ? Je le souhaite ardemment.

Olivier Passet : Le scénario de taux d'intérêt retenu dans la prévision de l'OFCE suppose déjà un comportement identique à celui de la FED. Il incorpore aussi le fait que le taux de chômage est élevé, mais marginalement, car le niveau du chômage n'est pas un paramètre habituel des banques centrales.

Philippe Sigogne : Il existe actuellement des positions extrémistes en Europe, en particulier parmi les monétaristes allemands. Ils considèrent par exemple que les taux d'intérêt nominaux à court terme sont déterminés par l'agrégation de l'évolution des prix, d'une constante qui est le taux

réel en longue période (3 %), de l'*output gap* (0 en 1999) et d'un écart à la cible d'inflation (entre 0 et 2 % si l'on retient la stabilité des prix inscrite dans le traité de Maastricht). Cela conduirait à considérer comme neutres des taux courts nominaux de 5 % en 1999. Les taux ne varieront certes pas avant mai 1998, ni entre mai et décembre. Par contre en 1999 les avis divergeront. La prévision de l'OFCE a anticipé un comportement moyen.

Christian de Boissieu : Comment définir une politique monétaire dans une zone où les situations diffèrent encore par certains traits ? La faiblesse de la mobilité la distingue en effet d'une zone monétaire optimale.

Henri Sterdyniak : On peut poser la question sous la forme suivante : dans combien de temps y aura-t-il une conjoncture européenne ?

Christian de Boissieu : Pour le *policy mix* en Europe, on espère que la politique monétaire ne sera pas trop resserrée, mais des interrogations demeurent sur le fonctionnement concret de la BCE et les orientations de 1999. Les marges de manœuvre des finances publiques dans la zone euro diffèrent selon deux groupes de pays. Ceux qui, comme l'Allemagne et la France, ont des dettes publiques inférieures ou proches de 60 % du PIB, peuvent utiliser la reprise pour réduire les déficits, en stabilisant le solde structurel, c'est-à-dire en neutralisant la politique budgétaire. En ce sens, le pacte de stabilité, qui ne distingue pas assez explicitement les déficits structurel / conjoncturel, ni primaire / total n'est pas satisfaisant ; les pénalités n'ont guère de crédibilité. Pour les pays, qui, comme la Belgique ou l'Italie, ont des dettes supérieures à 100 % du PIB, il faut accélérer le rythme de correction budgétaire, même s'il faudra du temps pour réduire les dettes. Il ne faut cependant pas accumuler les freins, comme cela semble être le cas du « pacte de stabilité-bis », actuellement implicite dans certaines déclarations selon lesquelles l'équilibre budgétaire doit être un objectif en période de croissance. La participation de l'Italie à l'euro ne doit pas conduire les responsables européens à davantage d'exigence.

Jean-Paul Fitoussi : Les critères de Maastricht ont été dénoncés mais finalement acceptés. La même chose s'est produite pour le pacte de stabilité. Apparaît maintenant un pacte-bis, encore plus restrictif. Donner aujourd'hui la priorité à la consolidation des finances publiques, alors qu'un ralentissement économique est entrevu en 1999, ne permet pas vraiment d'affronter la prochaine récession, ni de la conjurer.

Christian de Boissieu : Si l'on adopte un point de vue normatif, il faut combiner une politique monétaire accommodante dans la zone euro (avec des taux d'intérêt aux niveaux actuels des taux allemands et français) et une politique budgétaire qui utilise les marges de manoeuvre (créées par le surcroît de croissance) pour réduire le déficit. Ainsi, cette politique budgétaire aurait les moyens de faire face au prochain ralentissement. Une réforme fiscale devrait être envisagée. On semble de façon excessive s'orienter, non vers une convergence des fiscalités maîtrisée par les gouvernements, mais vers une convergence par le marché, c'est-à-dire systématiquement par le bas.

Jean-Paul Fitoussi : Il faudrait une politique monétaire expansionniste.

Hervé Monet : Les prévisions envisagent la neutralité ou un nouveau resserrement budgétaires. Est-ce souhaitable ? On devrait plutôt, à ce stade du cycle, utiliser de préférence les marges de manoeuvre pour réduire les impôts, dans une démarche identique à celle des Etats-Unis, afin de stimuler l'offre et d'assurer la pérennité de la reprise. Or il n'est pas exclu que l'Allemagne, après les élections de 1998, se fixe pour objectif de revenir assez vite à l'équilibre budgétaire. Si domine le retour rapide à l'orthodoxie budgétaire, il faudra alors une politique monétaire accommodante.

Christian de Boissieu : Evitons l'obsession de l'équilibre budgétaire pour privilégier une analyse de la séquence des déficits. Si des marges apparaissent, utilisons-les pour réduire les impôts et stimuler ainsi l'activité. Cela confortera la croissance de 1999. On pourrait ainsi envisager une année (ou plus) de baisse du déficit, puis, s'il reste des marges, une réduction ciblée des impôts, c'est-à-dire évitant le saupoudrage. Un éventuel paquet fiscal devrait être combiné à une politique monétaire accommodante.

Henri Sterdyniak : Si l'on quitte le normatif pour revenir au descriptif, on peut noter que la croissance en Europe atteint 2,7 % en 1998-99, proche du taux de croissance potentiel. Les politiques budgétaires sont un peu restrictives, de l'ordre de 0,2 - 0,3 point. Il faudrait une impulsion monétaire pour la croissance, au lieu d'une politique monétaire qui ne fasse que compenser partiellement la récession causée par les politiques budgétaires restrictives.
Il y a par ailleurs un débat sur la productivité du travail en Allemagne.

Hervé Monet : L'Allemagne va-t-elle entraîner l'Europe dans un gouffre déflationniste, en poursuivant une politique de salaires faibles et de gains de productivité considérables ? Y a-t-il de sa part un risque de désinflation compétitive dans l'Union ? Il est vrai que les salaires ont été fortement modérés et que les effectifs ont été ajustés à la baisse en réaction à une compétitivité dégradée. Mais celle-ci est en grande partie restaurée actuellement, et les salaires, comme les effectifs, vont probablement revenir à des évolutions plus traditionnelles. De même, les forts gains de productivité en Allemagne ne sont que transitoires et liés à une période de relance.

Les prévisions concernant la France

Hervé Monet : La reprise de l'Europe continentale surprend par sa fermeté. Les 3 % sont atteints facilement en France. Quelques remarques spécifiques sur la prévision de l'économie française : la hausse du revenu disponible réel des ménages paraît faible, compte tenu des créations d'emplois et de la désinflation. Le redémarrage du RDB est pourtant plus précoce en France qu'en Allemagne. Le taux d'épargne prévu par la Société Générale serait stable en 1998 (la hausse due à l'effet-revenu compensant la baisse due aux autres effets), puis baisserait en 1999. Les écarts sur la consommation sont donc mineurs. La logique de l'investissement et des prix est la même. En revanche, les exportations progresseraient davantage grâce à une demande mondiale plus forte et une stabilisation des parts de marché. Le déficit public se réduirait, mais moins vite : la réduction à 2,8 % en 1998 (et non 2,6 comme le prévoit l'OFCE) suppose déjà une amélioration de 0,7 point, en tenant compte de la soulte France Telecom perçue en 1997. En 1999, le repli supplémentaire serait de 0,3 point (soit 2,5 en niveau) : il serait modéré par les contraintes de dépenses (intérêts, prestations, salaires...) et, par hypothèse, la stabilisation des prélèvements totaux (notamment fondée sur la baisse prévue de la surtaxe de l'IS).

Valérie Chauvin : La hausse du RDB est modérée par la faiblesse des salaires individuels.

Gérard Cornilleau : Le redémarrage du RDB se fait par défaut, c'est-à-dire grâce à la désinflation. Il est donc transitoire et ne perdurera pas dans le moyen terme. Le taux d'épargne devrait continuer de baisser car il n'a pas encore intégré la désinflation. Quant au déficit public, le repli est dû à de faibles prestations et à un effet de la croissance ; mais les écarts de prévision restent très faibles, de l'ordre de 0,1 point.

Christian de Boissieu : Les prévisions de croissance du COE sont proches de celles de l'OFCE : 2,9 % en 1998 (au lieu de 3,1) et 2,7 % en 1999. Mais on peut s'interroger sur deux domaines. Le taux d'épargne d'abord : il baissera, mais à quel rythme ? L'épargne de précaution se réduisant en liaison avec le rythme et la continuité des baisses mensuelles du chômage, il est très difficile de prévoir le mouvement. Quant au risque retraite, il est perçu mais ne peut être évalué. Du fait de l'inertie dans les comportements, on ne reviendra pas de sitôt aux taux d'épargne du début des années quatre-vingt-dix. Pour 1998 et 1999, la prévision du COE indique une baisse du taux d'épargne inférieure à celle de l'OFCE. La seconde interrogation majeure concerne l'investissement, car les concepts existants sont obsolètes. Il faudrait intégrer la croissance externe des entreprises, les investissements à l'étranger et les investissements immatériels. La notion classique d'investissement productif n'est plus pertinente dans la période actuelle de capitalisme mondial. Or on ne sait pas faire la passerelle entre la démarche conjoncturelle et l'analyse structurelle.

Hervé Monet : La reprise escomptée de l'investissement me paraît solide. En fait, l'investissement semble actuellement tiré par les PME, et celles-ci investissent sur le territoire national ; les investissements à l'étranger, en forte croissance, ne concernent que les grandes firmes. Par ailleurs, les

prévisions de l'OFCE m'apparaissent très optimistes sur l'emploi et la population active.

Gérard Cornilleau : Globalement, la prévision de la croissance à court terme fait l'objet d'un plus grand consensus qu'habituellement. Elle semble donc moins incertaine.

Les créations d'emplois prévues par l'OFCE sont effectivement élevées en 1998, car la productivité dans les services est faible ; les embauches seraient plus modérées en 1999. Le fort accroissement de la population active découle des créations d'emplois. Si bien que le chômage baissera peu ; au sens du BIT, le repli serait plus prononcé qu'au sens des DEFM. On n'a pas évalué, en prévision, l'impact de la réduction du temps de travail car c'est une expérience singulière. Formuler un calendrier de mise en œuvre est très difficile : y aura-t-il un point d'accumulation à la fin de 1998 du fait des incitations ? Quel délai de mise en œuvre en découlerait ? Il faudrait considérer globalement la période des 18 mois / 2 ans à venir, sans profil infra-annuel.

Hervé Monet : Nous avons supposé que l'objectif du gouvernement pour 1998 (700 000 personnes touchées et 42 000 emplois créés) serait en fait légèrement dépassé, mais à l'horizon de la fin 1999. En tout état de cause, l'impact sur les coûts des entreprises serait nul (puisque le volontariat prévaudra durant cette période) ; en définitive, un transfert de ressources s'opère de l'Etat vers les ménages.

Christian de Boissieu : Le compte central du COE a été fait hors RTT, comme celui de l'OFCE. On s'interroge en outre sur les taux de flexion induits et sur les hypothèses de compensation.