

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES

Jean-Paul Fitoussi

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.

Participants au débat sur les perspectives à court terme du 5 octobre 2001

Michel Aglietta : *CEPII et université de Paris X*

Jean-Paul Betbèze : *Crédit Lyonnais*

Philippe Sigogne, Jacky Fayolle, Henri Sterdyniak,

Xavier Timbeau : *OFCE*

La crise financière et le cycle mondial

Jean-Paul Betbèze : Dans l'analyse conjoncturelle, les éléments financiers ont un rôle majeur, et aujourd'hui plus que jamais. Or ils ne sont traités que par incise dans le texte de l'OFCE. Nous sommes pourtant dans une phase où la politique monétaire joue un rôle déterminant dans les anticipations, notamment boursières, et où la Bourse joue un rôle croissant.

En ce qui concerne les États-Unis, trois questions doivent être étudiées. La première porte sur la façon dont évolue la courbe des taux depuis le 11 septembre. La partie courte de la courbe des taux a baissé. Cela signifie-t-il l'apparition de trappes, et la fin de l'efficacité de la politique monétaire ? La partie centrale de la courbe des taux est plate, ce qui renvoie à une situation très particulière de valeur-refuge. La partie haute va-t-elle baisser avec les anticipations de ralentissement ? Ou bien monter, avec les déficits budgétaires et/ou les anticipations d'inflation ? Ces éléments sont importants, car ils gouvernent l'évolution de la Bourse, les comportements financiers d'entreprises (en fait les comportements d'entreprises), les valorisations d'actifs immobiliers des ménages américains, la capacité des agents de revoir leur endettement etc.

La deuxième question porte sur la Bourse. L'accroissement considérable des liquidités sur le marché d'une part, d'autre part la révision des législations destinées à permettre aux sociétés de faire des *buy backs* et de racheter des filiales afin d'éviter une trop forte baisse des valeurs d'actifs, visent à favoriser un rebond *via* la Bourse. Cette politique, outre qu'elle entend éviter un effondrement des cours, va accélérer le processus de réorganisation. Les entreprises en profitent pour réduire les effectifs et pour demander des aides de l'État. L'occasion existe peut-être de provoquer un rebond boursier considérable en 2002,

rebond qui aurait des effets sur le statut de la Bourse américaine, sur sa relation avec les autres Bourses, et sur le rôle du dollar en tant que valeur-refuge. La prime de risque américaine est déjà très faible.

Enfin, la troisième question concerne 2003. Comment s'organise le rebond, dans un contexte de hausse du déficit budgétaire et de faiblesse des taux réels ?

L'analyse du Japon me semble insuffisante, ceci n'étant pas une critique, mais la marque de mes propres interrogations. Certes, l'opacité des comptabilités économique et bancaire rend difficile la compréhension de la réalité japonaise. Mais étudier l'évolution du risque-Japon est très important pour anticiper l'évolution économique et celle du Yen, pour le pays et pour la région. La situation japonaise est en fait assez dramatique : déficit public élevé, endettement excessif de l'État et des entreprises, problèmes des banques et des assurances, fonds de retraites fragiles etc.

Dans les pays émergents, il n'y a plus de financement. Le *spread* MBI+ est très élevé (de l'ordre de 11 %), s'étant accru très vite. Des fractures sont probables, car les événements récents ont accentué les difficultés de ces pays. L'Argentine et la Turquie sont dans une situation critique, au bord de la cessation de paiement. D'autres pays ont aussi des difficultés importantes. Or l'impact de ces deux risques sur l'économie mondiale est évidemment significatif, ce qui justifierait de traiter ces questions d'emblée dans le texte.

La remontée de l'euro que vous prévoyez est, en fait, assez problématique. La comparaison des courbes de taux sur le dollar et l'euro montre que l'euro s'est révélé être une valeur-refuge, mais toute relative, car la capacité de rebond européen est jugée aléatoire. En effet, les marges de manœuvre américaines sont importantes, et plus encore la volonté de rebond. Par différence, qu'est-ce qu'une politique de relance isolée dans une situation de monnaie commune ? L'examen par pays fait par l'OFCE le montre bien. Une relance ne peut être que concertée au plan européen. Or celle-ci est peu probable. Ceci mériterait peut-être un développement, au moment où l'on parle, précisément, de relance en France.

Une remarque sur notre économie enfin : on observe aujourd'hui une crise des moyennes entreprises, en particulier des filiales des sociétés étrangères. Les faillites se multiplient. Le tissu industriel est donc fragile. Les provisions bancaires, très basses historiquement il y a deux ans, s'accroissent actuellement. Ceci est de nature à peser sur la conjoncture.

Michel Aglietta : Le point de départ de l'analyse doit être le 10 septembre. Pour la première fois, le cycle financier a produit un cycle économique mondial, sans phénomène compensateur comme en 1974 ou 1990, lorsque des zones évoluaient en sens contraire. Le cycle

mondial est désormais synchronisé. L'accentuation de la globalisation financière dans les années 1990 a fait que la dépendance financière et commerciale des pays émergents vis-à-vis de l'OCDE s'est accrue. Par exemple, la crise asiatique a détruit en partie les demandes intérieures et donc rendu leurs conjonctures plus dépendantes des commerces extérieurs. D'où cette synchronisation des cycles mondiaux.

Un choc d'incertitude dans cette situation, et dans un contexte de fragilité financière préalable, a un effet amplificateur. La Fed l'a bien perçu : le danger dû à la fragilité sous-jacente étant considérable, elle a tout fait pour que la Bourse rebondisse durablement.

Aux États-Unis, à l'inverse de l'Europe, on a bien compris comment fonctionne une économie qui dépend de la dynamique de la finance et des patrimoines : une telle économie ne supporte pas que les prix des actifs soient durablement déprimés, car les processus qui déterminent le niveau de la demande globale et de l'activité dépendent des anticipations inscrites dans le prix des actifs. La Fed craint un profil en L, où, après le repli boursier, le marasme s'installe. Sa politique est donc apparemment de surréaction.

Les récessions antérieures étaient provoquées par une accélération de la demande, des effets inflationnistes, un tour de vis monétaire qui induisait le retournement. Le cycle actuel se caractérise par l'interaction : prix des actifs-investissements-crédits. Les liens : dette existante-baisse du prix des actifs-faillites ont un effet récessif durable dans les secteurs où ils se produisent. La Fed veut donc l'éviter en intervenant massivement, d'autant qu'elle pense pouvoir retirer facilement des liquidités quand le rebond se sera produit. Jean-Paul Betbèze a cité des indicateurs qui traduisent actuellement la forte détérioration de la situation et les inquiétudes inscrites dans les comportements des investisseurs financiers (EMBI+ mais aussi les *spread* des titres à haut rendement dans les entreprises américaines et européennes).

En Europe, la situation est plus dangereuse. D'une part le cycle financier est plus accentué qu'aux États-Unis ; la bulle spéculative du secteur TMT ayant été beaucoup plus forte, le repli des Bourses est plus prononcé. D'autre part, les endettements des entreprises européennes, liés notamment à leurs acquisitions par croissance externe aux États-Unis en 1999-2000, est considérable ; or la relation entre la baisse des prix d'actifs et l'endettement massif (permis d'ailleurs par le développement du marché de l'euro) implique davantage les banques en Europe qu'aux États-Unis. Y a-t-il aujourd'hui une détérioration de la qualité des actifs bancaires ? Peut-elle conduire à une réticence du crédit ? Il est difficile d'obtenir des informations sur ce point. Mais il me semble que l'économie européenne, vis-à-vis du cycle antérieur, est plus attaquée que l'économie américaine.

Le rebond conjoncturel américain est inscrit dans la politique économique agressive, tant monétaire que budgétaire. Mais ensuite ?

Considérons les caractéristiques de l'investissement depuis 1995 et des progrès induits de productivité : l'intensité capitaliste s'est fortement élevée et la productivité apparente du capital s'est réduite. Se pose donc la question des profits futurs. La Bourse peut rebondir à court terme, mais il faudra une hausse des profits pour soutenir celle de l'intensité capitaliste et améliorer la rentabilité du capital. Car si la rentabilité future est inférieure à ce qu'on escomptait, le rebond boursier ne sera pas soutenable après 2003. Comment, alors, l'économie s'adapterait à une évolution des profits nettement et durablement ralentie ?

Les analyses statistiques de long terme sur les Bourses montrent que le Dow Jones réel est stable entre 1890 et 1982 ; il n'y a pas de *trend* séculaire, mais de grandes fluctuations sans tendance. Entre 1982 et 2000, de quoi s'agit-il ? Certains pensent qu'entre 1965 et 1982 a eu lieu la dernière grande phase dépressive de la Bourse, et qu'entre 1982 et 2000 s'est déroulée la phase croissante du cycle de longue période. Le repli de 2000-2001 serait alors le symptôme d'un retournement de longue durée. Un cycle boursier est donc à prévoir, après la surévaluation. Ceci est lié à l'interrogation sur les profits et la nature de l'innovation technologique en cours.

Dans les pays émergents, l'Argentine est en crise : ce n'est plus une menace mais une réalité avérée. Cette crise est gérée à court terme par des interventions de prêteur en dernier ressort du FMI pour éviter la contagion, mais elles accentuent la dépendance du pays. De plus, crise financière et crise sociale se combinent. Sauf si se manifeste une reprise mondiale, la résolution de la crise financière passera par une réduction de la dette. Mais la sortie sera plus difficile qu'en 1982 à cause de la grande diversité des créanciers et du handicap du régime de change.

Un nouveau plan de type Brady est nécessaire. Il faut aussi sortir du *currency board*, qui fabrique des bombes à retardement permanentes dans les pays émergents qui adoptent un tel régime de change. La doctrine sur les régimes de change extrêmes, qui est issue du consensus de Washington puis de la sortie de la crise asiatique, conduit à créer des foyers de crise récurrents. On a ainsi, institutionnellement, suscité une fragilité délibérée.

En Europe, la question de la politique monétaire reste posée. Après l'intervention coordonnée du 11 septembre, où les banques centrales ont joué leur rôle de prêteur en dernier ressort pour éviter une crise du système de paiements, l'avenir de la politique économique européenne est incertain. La Banque centrale européenne a accompagné le ralentissement, mais tardivement : elle aurait dû le faire depuis le printemps 2001. La rivalité entre la Banque centrale et les gouvernements conduit

à l'inertie du *policy mix*, à l'inverse des États-Unis. Dans un contexte de fragilité financière et d'endettement des entreprises (secteur TMT, entreprises de taille moyenne comme l'a souligné Jean-Paul Betbèze), l'inertie de la politique monétaire crée des handicaps supplémentaires.

C'est pourquoi un rebond de l'euro est peu probable, ce qui est d'ailleurs favorable à la reprise. Les opérateurs financiers ont une « conviction faible » sur le présent, qui conduit à ce que le futur anticipé soit le retour au passé récent. Le taux de change conventionnel apparaît alors être le taux de change d'équilibre, compris entre 0,85 et 0,95, en l'absence de point d'ancrage fort. Le cycle mondial étant coordonné par la dynamique financière de la globalisation, des mouvements de change de grande ampleur, comme ceux des années 1980 et 1990, sont peu probables.

L'essentiel des réflexions actuelles doit donc bien se situer autour des questions de crédits, d'endettement et de profits.

Philippe Sigogne : Le rebond boursier américain sera fondé sur l'accroissement des liquidités et la poursuite du cycle technologique. La nouvelle économie n'est pas morte et continuera de soutenir la productivité.

Aux États-Unis, la crise de sur-investissement s'accompagne d'une crise de sur-accumulation. Comment, dans ces conditions, est mesurée la hausse de l'intensité capitaliste à laquelle a fait référence Michel Aglietta ? En valeur ? En volume ? Les taux de rendement américains vont-ils retomber au point d'être faibles au regard des anticipations antérieures et au regard des taux européens ? Les attentes en matière de taux de rendement peuvent-ils avoir des effets sur le dollar, qui serait alors durablement plus faible ?

En ce qui concerne l'activité, nous maintenons la prévision d'un profil en L dans les années à venir.

Henri Sterdyniak : Les marchés financiers ne peuvent être utilisés comme des baromètres. Ils n'ont aucune capacité à anticiper. L'expérience montre bien qu'ils sont aveugles, instables, irrationnels et qu'ils se caractérisent par un comportement moutonnier. Par exemple, les analystes financiers garantissaient, il y a deux ans, que les cours boursiers n'étaient pas surévalués. Les marchés financiers n'ont aucune compétence pour évaluer l'inflation, la production et les taux d'intérêts futurs. Leurs anticipations actuelles ne sont donc d'aucun secours pour la prévision.

Quant au taux de change euro-dollar, son niveau actuel n'est pas induit par la spéculation : les opérateurs, qui n'ont que de vagues idées sur son niveau d'équilibre, ne prennent pas de position de change. Le taux est induit par des flux de capitaux à long terme qui fuient la zone euro pour aller aux États-Unis. Pourquoi ?

Jean-Paul Betbèze : Que les marchés financiers soient myopes, excessifs etc. importe en fait assez peu, si l'on pense, avec cette approche, réduire leur rôle. Au contraire même, car l'instance monétaire est devenue très importante dans le cycle économique. Ce qu'il faut donc, c'est les intégrer davantage dans l'analyse conjoncturelle, même si leur fonctionnement peut troubler sa logique.

L'activisme des politiques monétaires se justifie ainsi par la volonté d'éviter une crise boursière et bancaire, d'où leur agressivité aux États-Unis, où la croissance est particulièrement mise en cause et où l'instabilité est croissante. Les politiques monétaires et budgétaires intègrent, en fait, un volet de « politique boursière ». D'importantes restructurations des Bourses sont ainsi prévisibles : si la Bourse américaine « tient », elle se développera au détriment d'autres places; déjà des actifs turcs sont vendus aux États-Unis, en Allemagne et en France, comme des actifs argentins sont vendus aux États-Unis et en Espagne.

Enfin, il faut le répéter, une implosion japonaise concernerait des sommes considérables, et il faut d'ores et déjà la « penser ».

On peut schématiser la situation actuelle par l'opposition de deux mondes. Les États-Unis ont un potentiel de croissance d'environ 3 % et un taux de rendement de leur capital de 10 à 15 % ; la volatilité de la croissance y est forte. L'Europe, en revanche, a un potentiel de croissance de 2 à 3 % seulement, la rentabilité est inférieure et la capacité de rebond économique plus faible en cas de crise. Tout cela est dans l'esprit des marchés financiers et des placements, sachant que le monde japonais est sorti du panorama des placements.

D'une certaine façon, la Fed est en train d'organiser une supériorité du système américain. On entre dans une phase de concentration du capital et de déclin des Bourses périphériques. Ceci, bien sûr, si la crise militaro-politique est « correctement résolue » dans l'esprit des marchés.

Les inquiétudes majeures viennent de ce dont on parle peu : le risque japonais, le risque des pays émergents et le risque induit par le rebond financier américain en termes de restructuration du capital. Dans cet univers, l'Europe n'est pas prête, tant sur le plan monétaire que budgétaire.

Michel Aglietta : Mais la dette japonaise est japonaise et les effets d'extension sont donc faibles, à l'inverse de la dette argentine qui est libellée en dollars...

Jean-Paul Betbèze : ... il n'empêche qu'au travers des fonds de pension se prépare l'euthanasie du rentier argentin et japonais.

Michel Aglietta : L'apurement des dettes au Japon prendra des années, ce qui entretient la déflation. Lorsqu'une politique macroéconomique nationale de taux zéro n'est pas efficace, il faut une coopération internationale pour faire baisser le Yen. Mais celle-ci n'existe

pas. La question du taux de change yen/dollar est beaucoup plus critique que celle du taux euro/dollar.

L'Europe et la France : cycle conjoncturel et tendances sous-jacentes

Jean-Paul Betbèze : La Bourse française est celle qui a le plus baissé en Europe, car c'est la plus ouverte. Cette évolution aura des effets sur l'emploi dans les grandes entreprises et sur la croissance. En outre, il faut examiner de près le mouvement actuel de défaut des grosses PME, filiales des groupes étrangers notamment. La notation des PME s'est nettement dégradée. Avec l'accroissement des primes de risque, le crible financier est pourtant devenu plus important. Le tissu industriel change d'autant plus vite qu'un second élément provoque des réallocations significatives : la pression au taux de rendement est telle que si les performances ne sont pas atteintes, les entreprises-mères vendent ou ferment leurs filiales, et les sociétés cotées réagissent de la même façon. On peut, en fait, parler de crise industrielle. Il faudrait ainsi analyser la répartition sectorielle des investissements, pour analyser plus finement ce qui se passe.

La prévision de 2 % pour le PIB français en 2002 est ainsi à revoir, d'autant que les ménages sont passés, en neuf mois, de l'optimisme à l'inquiétude. Le renversement des anticipations des ménages et des entreprises montre qu'ils sont plus réactifs qu'auparavant. Et comme je l'ai déjà souligné, une relance nationale en monnaie unique est impossible, sauf à prendre encore plus de risques. La situation actuelle est donc fondamentalement différente de celle de 1968 ou de 1981.

Philippe Sigogne : Si le rendement américain doit baisser, la norme internationale va baisser dans la foulée.

Michel Aglietta : Les entreprises européennes ont investi massivement aux États-Unis : elles ont acheté cher en 1999-2000 des actifs aujourd'hui dépréciés. Cela pèsera sur leurs comportements.

Deux visions de la concentration des capitaux sont possibles : selon la première, l'accroissement de la productivité globale induit par les IDE permet un retour sur la production nationale, donc une hausse de l'investissement et de la productivité en Europe. Mais un scénario à l'anglaise de rétrécissement progressif, voire de disparition, de la base industrielle, n'est pas exclu.

En France, qui est le pays européen qui investit le plus à l'étranger, la base de croissance est fragile. Comme le souligne le texte de l'OFCE, l'essentiel du développement de l'emploi concerne l'emploi intérimaire précaire. Le salaire réel n'augmente donc pas. Peu robuste, le processus de croissance est d'autant plus vulnérable aux chocs. L'instabilité économique est sous-jacente. Les marges de manœuvre budgétaires sont faibles, contrairement à celles des États-Unis.

Philippe Sigogne : Mais la France a de meilleures performances que la moyenne de la zone euro, même si elle est pénalisée par une inflation plus faible et donc des taux réels plus élevés.

Jacky Fayolle : Peut-on parler de surprise pour le ralentissement européen ? Non, car il a été très progressif depuis le milieu de 2000. La demande intérieure a tout d'abord fléchi, à cause d'une absence de dynamisme de l'investissement et d'un repli des dépenses des ménages ; puis les exportations se sont ralenties en 2001. L'Europe subit ainsi le cycle financier à la baisse sans avoir bénéficié de l'expansion réelle antérieure.

Michel Aglietta : En Europe, l'Espagne et l'Irlande ont connu une forte croissance car les taux d'intérêts, élevés auparavant, ont été fortement réduits par la constitution de la zone euro. Cela n'a pas été le cas de l'Italie, qui a pourtant connu également une forte baisse des taux, car elle a été asphyxiée par sa politique budgétaire.

Henri Sterdyniak : Il ne faut cependant pas oublier que depuis 1997, l'Europe a créé beaucoup d'emplois. En France, le paradoxe est que l'on a créé beaucoup d'emplois non qualifiés, non pas dans les services mais dans l'industrie.

Michel Aglietta : La compétitivité des prix est très favorable en France. Si bien que l'on crée beaucoup d'emplois, y compris dans les secteurs traditionnels. La désinflation compétitive continue d'exercer ses effets.

Xavier Timbeau : L'emploi créé en France n'est pas seulement précaire. L'intérim sert d'ajustement, mais demeure une part minoritaire des emplois créés. D'où le maintien de la consommation.

Le retournement conjoncturel ne pouvait être prévu car il est fondé sur le cycle d'investissement. Il est encore trop tôt pour affirmer que le processus d'accumulation en Europe est déséquilibré.

Michel Aglietta : L'investissement a été largement fondé sur la croissance externe. Quel est le lien avec l'efficacité productive ? Plus de la moitié des fusions débouche sur des reventes ultérieures d'actifs. En Europe, la hausse de la productivité est inférieure à celle des États-Unis, alors que l'effort d'investissement est élevé. Ce qui importe aujourd'hui, c'est de déterminer la croissance sous-jacente, et pas seulement les fluctuations conjoncturelles.

Philippe Sigogne : Nous n'avons jamais cru à l'OFCE que les NTIC permettraient à la croissance potentielle américaine de s'élever jusqu'à 5 % : nous avons plutôt une estimation de 3 à 3,5 %. Des excès avaient donc à être compensés. Mais les événements du 11 septembre doivent-ils conduire à réviser le potentiel en deçà de 3 % ? Nous ne le pensons pas.

En Europe, le potentiel était estimé au-dessus de 2,5 % en 2000-2001, et vers 3 % d'ici 2002-2003. Une révision est nécessaire compte-tenu des désillusions sur les NTIC. Mais faut-il réviser en deçà de 2,5 %, comme le fait la BCE à 2,25 % ? Nous ne le pensons pas non plus.

Le potentiel américain est supérieur à celui de l'Europe grâce à la croissance de la population. Mais on pourrait envisager une progression du taux d'emploi en Europe à l'avenir.

A court terme, même si le potentiel américain dépasse l'euro-péen, la croissance effective peut être supérieure en Europe. Celle-ci n'est pas, en effet, en situation de sur-investissement ni de sur-emploi. Les marchés n'ont pas encore intégré cette dimension.

Henri Sterdyniak : Malheureusement, l'expérience montre qu'une économie peut s'écarter fortement et pendant longtemps de sa croissance potentielle ainsi calculée.

Michel Aglietta : Il est d'ailleurs surprenant que l'OFCE ne prévoie pas de récession au quatrième trimestre aux États-Unis. Sur le marché immobilier en 2001, les prix ont continué de s'accroître et la politique monétaire a permis que les taux hypothécaires s'abaissent.

Mais que vont advenir les investissements-logement en situation de hausse du chômage et de montée des inquiétudes ? Ces investissements peuvent être déstabilisés par un choc financier ou un retournement des anticipations de revenu futur. Les effets cycliques de l'immobilier sont considérables.

Philippe Sigogne : Le marché immobilier peut être soutenu par une baisse des taux d'intérêt.