

La conjoncture économique de la rentrée 2005

Club d'observation économique du 15 septembre 2005

Michel Didier, directeur de Rexecode

Jean-Paul Fitoussi, président de l'OFCE

Working paper n°9

Septembre 2005



En ouverture de la discussion, **Michel Didier** a remarqué qu'on faisait face aujourd'hui à un monde « *très conjoncturellement multipolaire* » : la croissance reste forte aux Etats-Unis malgré de forts déséquilibres, le Japon se redresse mais l'Europe continue de stagner. La vigueur de la croissance mondiale en 2005 (4,3%, alors qu'on ne prévoyait que 3,8% l'année dernière) peut surprendre dans la mesure où le prix du pétrole est beaucoup plus élevé que prévu. En fait, au-delà des failles des modèles économétriques, ce paradoxe peut s'expliquer par une forte élasticité du prix du brut au taux de croissance du PIB : un tel constat semble indiquer que la croissance mondiale est aujourd'hui au-dessus de sa tendance de long terme. Une autre surprise est le faible niveau des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, dans un contexte de forte croissance et de tensions inflationnistes. On peut aussi bien y voir des facteurs structurels, comme une évolution de la politique des fonds de pension, qu'un signe que les marchés financiers s'attendent à un ralentissement. L'année 2006 devrait néanmoins être « *globalement bonne* » du point de vue économique, malgré un « *effet pétrole* » qui pousserait l'inflation à la hausse et la croissance à la baisse. La grande question pour l'année prochaine tourne en fait autour du scénario d'un possible retournement de conjoncture aux Etats-Unis.

Jean-Paul Fitoussi a souligné que 2005 offrait l'occasion de formuler le même constat qu'à peu près chaque année depuis vingt ans : la croissance mondiale « *surprend par sa vigueur* » et la croissance européenne « *par sa mollesse* ». A propos du prix du pétrole, il a estimé que la hausse récente n'était pas seulement conjoncturelle : nous entrons dans un « *siècle d'épuisement du pétrole* » et il faut s'attendre à une hausse continue à l'avenir en l'absence d'une politique énergétique plus vigoureuse. La hausse récente, qui s'apparente sur trois ans à un vrai choc pétrolier, n'a pour l'instant ni affecté la croissance mondiale, ni relancé l'inflation, à rebours des modèles économétriques. La différence avec les précédents chocs pétroliers tient à la tendance désinflationniste induite par l'indépendance généralisée des banques centrales et par la concurrence accrue permise par la mondialisation. Elle s'explique également par le rôle de moteur de l'économie mondiale désormais joué par la zone Asie. Parallèlement, le faible niveau des taux d'intérêt à long terme peut être mis sur le compte d'une stratégie moins court-termiste de la part des fonds d'investissement et d'un excès d'épargne au niveau mondial. En particulier, l'épargne asiatique finance aujourd'hui largement les déficits américains, contribuant à créer un système de Bretton Woods implicite dans lequel l'Europe joue le rôle de variable d'ajustement par le taux de change, au prix de sa compétitivité.

Interrogé par **Robert Mahler** (président France, Alstom) sur son diagnostic à propos de la Chine, Jean-Paul Fitoussi a estimé que le pays restait une « *poudrière* » sur le plan politique, en raison des écarts de croissance et de niveaux de vie entre les régions. Michel Didier a pour sa part indiqué qu'il pensait que la Chine allait « *droit vers une crise macroéconomique* », en raison d'un taux d'investissement (50% du PIB) qui n'est pas soutenable à moyen terme. Sur le plan externe, le maintien du taux de change du renminbi au prix de l'achat massif de dollars s'apparente à une « *fuite en avant* » qui ne peut se poursuivre indéfiniment : faute d'une dévaluation rapide et importante, on peut craindre une crise financière qui aurait des conséquences importantes sur le dollar et les taux d'intérêts américains, augmentant le risque d'une récession aux Etats-Unis.

Abordant ensuite le cas de l'Europe suite à une question de **François Essig** (vice-président, Deloitte), Jean-Paul Fitoussi a remarqué que l'Allemagne avait certes rétabli sa compétitivité, mais au prix de sa demande intérieure. L'Italie ne semble pas dans une situation beaucoup plus enviable mais on peut se demander si la perte de compétitivité observée n'est pas le reflet d'un repositionnement vers des produits hauts de gamme, ce qui expliquerait une hausse des prix et une baisse des volumes exportés. A contrario, le Royaume-Uni - malgré un léger ralentissement suite au resserrement des politiques monétaire et budgétaire - et l'Espagne devraient continuer à afficher des taux de croissance compris entre 2 et 3%. Enfin, les petits pays s'en sortent plutôt bien, à l'exception notable des Pays-Bas. Michel Didier a pour sa part souligné que le choix de la France de soutenir la demande interne depuis 2000 s'était payé par une forte croissance du coût du travail en comparaison avec l'Allemagne. Au niveau européen, on constate une divergence de politiques et de trajectoires économiques entre un cœur de la zone euro (France, Allemagne, Benelux) déprimé et une périphérie beaucoup plus dynamique. Les désaccords sur la poursuite de l'intégration européenne plombent en fait une zone euro qui a aujourd'hui tout pour croître, sauf la volonté politique.

Jean-Paul Fitoussi s'est ensuite attardé sur le cas français en notant que le taux de croissance de la France avait toujours été supérieur à la moyenne européenne depuis 1997. Cette bonne performance relative s'explique par un dynamisme de la consommation qui a été rendue possible par la baisse du taux d'épargne. C'est aujourd'hui à l'investissement de prendre le relais dans un contexte où les conditions de financement sont favorables. Il manque cependant encore aux entreprises une « *raison d'investir* » dans une zone où la croissance reste faible. Concernant la dégradation du solde extérieur, on peut avancer deux hypothèses : soit elle indique une perte de compétitivité durable, qui annoncerait la nécessité d'un ajustement

structurel à terme ; soit, et cette hypothèse semble la mieux étayée aujourd'hui, elle s'explique par une plus grande efficacité de la politique monétaire à soutenir la demande interne en France en comparaison avec l'Allemagne. Dès lors, on peut envisager une croissance de 1,8% pour 2005, une amélioration sur le front du chômage grâce à la politique de l'emploi et une baisse du déficit budgétaire aux alentours de 3% en 2006. La réforme fiscale récemment annoncée semble aussi aller dans le bon sens, même si l'on peut regretter l'absence de mesure concernant l'impôt sur les sociétés, dont la baisse est inscrite dans la nature du jeu européen.

Michel Didier a pour sa part prévu un taux de croissance de 1,5% pour la France en 2006, en raison de l'impact fortement négatif d'un éventuel relèvement du taux de TVA en Allemagne. Cela dit, une telle croissance serait « *relativement vertueuse* », car tirée par les exportations et une poursuite de l'investissement. Elle serait cependant affectée par une baisse de la consommation due à l'impact du prix du pétrole, à la stagnation du pouvoir d'achat et à la stabilisation du taux d'épargne. Cela ne nécessite pas pour autant de mesures vigoureuses pour soutenir la demande interne par le budget ; la politique économique doit plutôt se concentrer sur la compétitivité et l'investissement. Concernant enfin le chômage, on devrait assister en 2006 à une petite reprise de l'emploi marchand et surtout à une expansion importante des emplois non-marchands grâce au plan Borloo.

En réponse à une question de **Robert Mahler** sur le financement de la politique de l'emploi par le déficit public, Jean-Paul Fitoussi a souligné qu'une telle politique avait un fort effet d'entraînement conjoncturel, qui permettrait de compenser son coût budgétaire. Il existe en outre une forte complémentarité entre la politique macroéconomique et la politique structurelle : les réformes d'envergure ont besoin d'un accompagnement conjoncturel pour être acceptées. Ce défaut d'accompagnement explique d'ailleurs une partie de la faiblesse de la croissance en Europe.

Paul Dubrule (co-président du Conseil de surveillance, Accor) et **Benoît Genuini** (président, Accenture) se sont ensuite tous deux interrogés sur la faiblesse de l'investissement en France comparée au dynamisme observé au Royaume-Uni ou en Espagne. Selon Jean-Paul Fitoussi, c'est la forte incertitude due à l'absence d'une gouvernance économique en Europe et aux fluctuations procycliques de l'euro qui explique la réticence des entreprises à investir. Michel Didier a pour sa part estimé qu'un vrai déblocage de l'investissement ne pourrait venir que de mesures fiscales spécifiques, comme une baisse massive de l'impôt sur les sociétés pour

les petites et moyennes entreprises, une réforme de la taxe professionnelle et une modification de l'ISF de façon à minimiser ses effets les plus néfastes.

Michel Pébereau (président de l'Institut de l'entreprise) a conclu les débats en estimant que la diversité des performances économiques entre les pays s'expliquait d'abord par des différences de réactivité face aux chocs économiques. La faible croissance en France provient ainsi d'une adaptation insuffisante aux changements, alors que le Japon ou l'Allemagne se sont engagés dans des réformes profondes. Au vu du poids écrasant de la dette publique, les problèmes français ne peuvent plus aujourd'hui être réglés par une augmentation des dépenses et une hausse du déficit. Michel Pébereau a en conséquence souligné les effets pervers d'une politique consistant, pour les entreprises, à demander « *toujours plus* » aux pouvoirs publics. Il s'est inquiété du fait que sa génération allait laisser aux générations futures un pays en mauvais état et a appelé à un retour rapide à une « *bonne gestion* » pour éviter une crise majeure à moyen terme.

Chaque mois, le Club d'observation économique, présidé par François Essig, invite les membres de l'Institut à dialoguer et débattre avec des personnalités du monde politique et économique sur un thème de l'actualité économique.

Le compte-rendu de cette réunion a été établi par Emmanuel Bétry.

© Institut de l'entreprise, 2005

Institut de l'entreprise, 6 rue Clément Marot, 75008 Paris - Tél. : 01 53 23 05 40

www.institut-entreprise.fr