

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 2009

Participants au débat :

Gérard Cornilleau : *Rédacteur en chef de la Revue de l'OFCE*

Bruno Cavalier : *Chef économiste d'Oddo Securities,
Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers*

Yves Zlotowski : *Économiste en chef de Coface*

Éric Heyer, Christine Riffart, Danielle Schweisguth, Xavier Timbeau : *OFCE*

Gérard Cornilleau : Il est habituel de terminer les débats de conjoncture par une discussion autour des incertitudes. J'ai l'impression qu'aujourd'hui on pourrait commencer par cette question. Fondamentalement les prévisionnistes semblent en effet bien dubitatifs à propos de la réponse qu'il faut apporter à la question que tout le monde se pose : au niveau mondial, peut-on annoncer la fin de la crise ? Comment interpréter les signaux conjoncturels qui sont plutôt positifs sans qu'il soit possible d'en inférer la certitude d'une reprise durable ?

Bruno Cavalier : Nous pouvons avoir un débat d'économistes sur la notion de « reprise » (technique, autonome) et sur la notion de cycle (cycle d'activité, cycle de croissance), mais pour l'investisseur lambda, ce qui importe aujourd'hui, c'est que la chute de l'économie globale et des marchés qu'on observait il y a un an, est terminée. On a touché des points bas, il y a un redressement. Il est vrai qu'on a mis beaucoup de moyens sur la table dans des circonstances exceptionnelles. De ce point de vue, on peut dire la crise est terminée mais aussi que les vrais problèmes commencent, ceux qui touchent au débouclage de ces mesures d'exception.

Sur vos prévisions, je partage largement le profil tel qu'il est décrit : on a un rebond technique d'activité suivi d'un affaissement avec l'épuisement des effets-stocks, le tout suivi d'une croissance tendancielle plus faible qu'avant la crise. Il y a donc deux manières d'être déçu : 1) d'extrapoler les évolutions positives de la fin 2009 sur 2010, travers dans lequel vous ne tombez pas ; au contraire vous soulignez bien la dimension complètement perfusée de ce qu'on vit actuellement ; 2) l'autre déception serait de penser qu'on va revenir à un régime de croissance alimenté par les mêmes forces qu'avant la crise, en particulier le crédit, l'endettement.

Un point sur lequel je ne suis pas en accord, c'est la dimension financière de votre prévision. Je conçois bien toutes les raisons qu'il y a à ne pas augmenter les taux directeurs à l'horizon fin 2010 et à laisser les politiques économiques dans leur orientation présente qui est ultra stimulante. En même temps, c'est en train d'alimenter de l'instabilité financière, d'où pourrait venir l'accident. Aujourd'hui cela se manifeste sur le marché des changes, mais je me demande si la préoccupation ne va pas se déplacer sur le marché obligataire. Après une hausse des taux longs au premier semestre 2009 qui suggérait que les investisseurs anticipaient le retour des rythmes de croissance et d'inflation en territoire positif, les taux repartent à la baisse. J'y vois l'effet de la politique et du discours actuels des institutions monétaires : les taux sont bas, on ne va rien changer, pas question de bouger. On fait donc un pari sur la patience des marchés obligataires et leur capacité à absorber des montages d'émissions d'emprunts d'Etat. Mais en 2010, les besoins de financement seront beaucoup plus importants dans un grand nombre de pays. Est-ce qu'on peut dans ce contexte tabler sur une inertie des taux d'intérêt ?

Pour terminer ce tour d'horizon, je ne crois pas que l'économie mondiale va retomber en récession en 2010, simplement parce que les primes à la casse automobiles s'arrêtent, parce que les effets stocks vont s'épuiser au bout de deux ou trois trimestres. Même si une normalisation du *policy-mix* s'amorce, elle sera graduelle et les effets de soutien de l'économie vont rester importants. De plus, les plans de relance ne sont pas épuisés. Aux Etats-Unis, seulement 20 % du plan Obama ont été dépensés, 20 % en passe de l'être et le reste est toujours budgété. Le soutien de fond est toujours là et si on doit craindre une rechute, c'est pour au-delà de 2010, lorsque les politiques économiques, et notamment budgétaires, auront pris un tour plus restrictif.

Yves Zlotowski : la crise a été d'une ampleur historique, la montée des impayés des entreprises a été fulgurante. Nos prévisions 2010 sont quasiment les mêmes que les vôtres.

La Coface est le troisième assureur crédit mondial, qui assure des transactions interentreprises à la fois pour des transactions interentreprises à l'exportation et des transactions domestiques, non seulement l'export France mais aussi l'export allemand, et nous sommes présents dans de nombreux pays. Le signal de la crise, ce sont tous les impayés signalés par nos assurés que l'on enregistre dans notre base de données, on appelle cela les déclarations de menaces de sinistres. Pour vous donner une idée de cette crise, en temps normal nous avons une moyenne de menaces de sinistres de 60 millions d'euros (en moyenne mensuelle) et au premier trimestre 2009 nous sommes montés à 200 millions d'euros, du jamais vu. Au deuxième trimestre 2009, nous sommes à 166, on commence donc à voir un infléchissement, notre objectif est de 80 à la fin de l'année, l'équilibre. Nous avons été dans une situation de choc considérable. Donc la fin de la crise pour nous c'est arriver à 80 millions d'euros. Dans notre scénario de reprise molle cela signifie effectivement la fin de la crise de crédit. C'est d'ailleurs ce que nous ont appris les sept crises de crédit

précédentes depuis 1973, les crises durent deux ans au plus car les entreprises qui ont survécu à la récession devraient survivre à une croissance atone. Ce scénario de stabilisation est compatible avec la fin de la crise. Mais le *double dip* est un risque très important et si *double dip* il y a, alors la crise de crédit peut repartir. Pour les entreprises très fragilisées en raison du choc qu'elles ont vécu, un nouveau choc pourrait être fatal. Donc fin de la crise, oui avec un scénario de stabilisation, même très molle, qui est le nôtre et le vôtre. Par contre, une rechute de la croissance mettra à nouveau les entreprises en difficulté.

A travers la lecture de votre prévision, j'ai une question : vous mettez vraiment au centre de la crise le *credit crunch* ; je n'ai pas le sentiment que le rationnement ait été au début de la crise. On a plutôt eu un choc post-Lehman de liquidité, ensuite un choc de confiance sur les investisseurs qui s'est traduit par une récession, et donc une baisse de la demande de crédit. On a l'impression que le choc sur le crédit vient plutôt de la demande que de l'offre, or vous dites que le rationnement vient de l'offre.

Et si remontée de l'investissement il y a, est-ce que les banques vont accorder du crédit, n'y aura-t-il pas un effet de second tour sur les portefeuilles bancaires, et donc cette fois un rationnement de l'offre de crédit ? Ensuite, comme les dettes publiques augmentent considérablement, n'y aura-t-il pas un effet d'éviction, les banques vont préférer les titres publics et en conséquence ne pas prêter aux entreprises et aux ménages ? C'est un de nos grands points d'interrogation sur la reprise : le fait que les banques soient réticentes à financer l'investissement.

Gérard Cornilleau : L'idée qu'il y a beaucoup d'incertitudes est donc renforcée après ce premier tour de table.

Xavier Timbeau : Sur le *credit crunch*, le problème est plus général, c'est celui de l'accès des entreprises au financement par un mécanisme de fuite vers la sécurité, vers les dettes publiques des marchés obligataires, ou d'actions. Les entreprises qui ne pouvaient plus se financer, se sont tournées vers les banques qui ont chassé les entreprises qu'elles ne voulaient plus : ce n'était pas un *credit crunch* radical, mais plutôt à la marge sur tous les dossiers avec contentieux, qui a précipité les entreprises fragiles dans la chute. Cette analyse est complexe et délicate à étayer parce qu'on n'a pas une information en temps réel.

Yves Zlotowski : Je ne suis pas certain que le choc qu'il y a eu sur les entreprises, sur le commerce mondial, ce sur-ajustement du commerce mondial, passe forcément par le crédit. N'y a-t-il pas un canal nouveau de la confiance globalisée ? Si on regarde le crédit bancaire qui finance le commerce mondial, les statistiques sont peu convaincantes mais le rationnement du *trade credit* n'expliquerait, selon la Banque Mondiale, que 10 % de la contraction des échanges. Il me semble que ce n'est pas seulement le canal financier qui a joué, d'autres canaux ont eu un impact comme le canal de confiance pas facile à distinguer.

Xavier Timbeau : Sur les marchés du risque on voit très bien qu'il y a un effondrement des volumes. Ce n'est pas un simple problème d'offre de titres ou de demande de financement. Le fait que les CDS ne valent plus rien est une forme de *crunch*.

Yves Zlotowski : Globalement, on ne perçoit pas que le *credit crunch* expliquerait à lui seul une montée de la sinistralité.

Xavier Timbeau : Il y a eu un effet de cascade de difficultés, on ne maîtrise pas encore toutes la chaîne des ces cascades. Quant au *double dip*, il y a la question des taux d'intérêt longs et de leur hausse en 2010. Aujourd'hui on reste dans une situation de fuite vers la sécurité. Tous les éléments restent présents, que ce soit du côté de l'investissement ou du côté du marché du travail : du côté de l'investissement il y a réduction de l'activité donc de surcapacité, ce qui signifie que l'investissement ne va pas être dynamique. En ajoutant la montée du chômage et la fin des allocations, ces éléments vont peser sur les bilans des entreprises, et donc des banques, ce qui peut conduire à une spirale dépressive. Si on voyait une brutale remontée des taux publics longs, cela voudrait dire qu'on reviendrait à une croissance favorable et à un retour de l'appétence pour les titres privés.

Gérard Cornilleau : N'est-on pas dans un schéma en W ?

Yves Zlotowski : Pour être strict sur les lettres, nous serions en L penché, le W est possible mais c'est une option à haut risque pour les entreprises. Notre scénario est plutôt une stabilisation molle.

Gérard Cornilleau : L'hypothèse d'une reprise très molle suivie d'une croissance faible ou d'une quasi stagnation de l'économie est-elle crédible ? A moyen et long termes, est-il possible de continuer à marcher sans avancer et sans tomber ?

Yves Zlotowski : Le 3 % de croissance mondiale, c'est beaucoup de pourcents du côté des pays émergents. En Chine, on observe un rebond de la demande interne sans augmentation des importations, déjà ce n'est pas un marché énorme pour les entreprises des pays industrialisés mais en plus ce rebond ne profite pas aux exportations européennes.

Xavier Timbeau : 3 % de croissance mondiale, ça peut paraître bien mais en même temps la population mondiale est en croissance, et donc par tête c'est peu. Si on ne regarde que les Etats-Unis, Japon, Europe, la croissance prévue ne permet pas de rattraper ce qui vient d'être perdu.

Bruno Cavalier : Je voudrais vous interroger sur le concept d'*output gap*. Comme on sait, c'est une notion centrale pour envisager les perspectives économiques, pour apprécier le risque d'inflation ou de déflation, pour évaluer des règles de Taylor des banques centrales, pour comprendre la politique budgétaire. Par exemple, je constate que vos vues sont très prudentes en matière

d'investissement, sans doute parce qu'on fait face à des surcapacités de production massives. Bref, il n'est pas douteux que l'*output gap* soit négatif dans la plupart des pays. Mais est-il aussi négatif que vous et d'autres organismes de prévisions, l'envisagez ? Il y a une grande difficulté à évaluer cet écart en temps réel, et mon interrogation est la suivante : dans quelle mesure les évaluations de l'*output gap* que vous faites ne dictent pas vos résultats ? Quelles seraient les implications d'un écart de production plus resserré sur les prévisions et sur l'orientation des politiques économiques ?

Xavier Timbeau : Dans notre méthodologie, nous calculons les *output gap* a posteriori, et non pas a priori, en supposant une mécanique de retour au potentiel. Aujourd'hui, on est bien en peine de définir intelligemment les *output gap*. La trajectoire potentielle est-elle l'extrapolation de celle que l'on a connue de 2002 à 2007, en tenant simplement compte de la démographie ? Dans ce cas, l'*output gap* est profondément creusé et on se demande si et surtout comment il va se refermer rapidement. Doit-on au contraire supposer que plus ou moins rapidement des processus entre en œuvre et réduisent la croissance potentielle à moyen terme, par la hausse du chômage d'équilibre ou la réduction de la productivité des facteurs ? Le potentiel nous sert à deux choses principales : 1. Savoir ou non s'il y a risque d'inflation et dans cette optique, on peut retenir qu'un écart important s'est ouvert, puisque le risque est bien celui de la déflation. 2. Juger de la trajectoire des finances publiques. Les recettes fluctuent fortement, les dépenses sont plus inertes. Si la trajectoire potentielle est une bonne référence, alors, garder les dépenses en rapport avec le potentiel et laisser les recettes fluctuer assure la soutenabilité des dépenses publiques. Au contraire, si la trajectoire d'activité potentielle est fortement révisée à la baisse, à court ou long terme, ceci a des conséquences très précises sur les finances publiques et impose un ajustement des dépenses ou des recettes très fort.

Gérard Cornilleau : Comment caractériser un régime de croissance de longue période avec un sous-emploi de la main-d'œuvre durable et une absence d'inflation ?

Xavier Timbeau : Le problème n'est pas sur la caractérisation du sentier de croissance, car on peut dire que tant qu'il y a du chômage on n'est pas au potentiel ; le problème est combien de temps faut-il pour retourner au potentiel, par quels moyens, faut-il faire cinq points de dépenses publiques en plus pour rejoindre le potentiel et si on fait ces cinq points de dépenses publique, ensuite, comment traite-t-on le déficit, structurel, qui en découle. La logique qui consiste à dire on va garder comme trajectoire la référence de 2002 à 2007 comme si de rien n'était peut conduire à se tromper massivement.

Bruno Cavalier : A propos du *credit crunch* et de son impact sur les entreprises, je voudrais mentionner trois points complémentaires. Premièrement, on a constaté depuis le printemps de cette année une réouverture du marché primaire des obligations d'entreprises, ce qui est une manière de contourner la restriction du crédit bancaire. Deuxièmement, jugée au niveau agrégé, la situation financière des

entreprises non financières américaines est plutôt bonne. Non seulement elles ont abordé la crise dans une situation de moindre endettement qu'en 2000, mais en plus, il y a eu des coupes massives du côté des dépenses de personnel et d'investissement, de sorte qu'aujourd'hui elles ont beaucoup de cash. Il y a donc un thème qui est en train de monter du côté des marchés actions depuis quelques semaines, c'est celui des restructurations, des rapprochements, une autre manière de préparer l'organisation productive de demain. Troisièmement, et en contrepoint, il est vrai que pour les entreprises de petite ou moyenne taille (qui n'ont pas accès au financement par le marché), il semble bien que la disponibilité du crédit soit toujours une contrainte. Cela ressort très bien de l'enquête américaine auprès des PME.

Yves Zlotowski : Tout à fait d'accord sur les entreprises américaines et c'est ce qui nous a trompé dans la crise : quand la crise a commencé on s'est dit qu'il y aurait un peu moins d'impayés qu'en 2001. A cette époque, les entreprises américaines étaient dans une situation très difficile. Ensuite elles se sont désendettées, comme en Allemagne, En fait les impayés ont commencé aux Etats-Unis, mais aussi en Espagne, au Royaume Uni.... Et ont même fini par toucher tous les pays industrialisés. Un cas intéressant est l'Allemagne : la crise y a été tardive car les entreprises sont très solides au plan financier mais l'ampleur du choc, notamment sur le commerce mondial, a eu raison de cette solidité.

Xavier Timbeau : La crise a eu un effet de sélection, excepté les entreprises étatiques, on garde des entreprises en meilleure santé. Celles-ci vont même en profiter pour acheter des capacités de production pas chères. Les indices boursiers ont tendance à sélectionner les survivants. Le massacre se produit plutôt à la marge.

Yves Zlotowski : On a toujours vu à Coface dans les crises de nombreuses faillites de PME, mais même en période normale les PME sont par essence plus fragiles. Ce qui est spectaculaire dans les crises, ce sont les faillites de très grandes entreprises pour lesquelles la crise est fatale : General Motors, Chrysler, Woollworth au Royaume-Uni, Arcandor en Allemagne, entreprises qui étaient fragiles avant la crise et que le choc fait basculer dans l'insolvabilité.

Bruno Cavalier : Pour revenir sur la prévision des 3 % de croissance mondiale, qui traduit beaucoup de morosité dans nos pays développés et beaucoup d'espoir sur les pays émergents, je me demande parfois si nous ne sommes pas trop optimistes sur ce qui se passe hors de chez nous. La croissance chinoise par exemple n'est pas du tout équilibrée. Depuis le début de l'année, les flux de nouveaux crédits ont représenté 25 % du PIB. Ne sont-ils pas en train de fabriquer aujourd'hui les prêts non performants de demain ? N'est-on pas en train d'encourager des surcapacités dans certains secteurs ? Est-ce simplement de l'affichage ? Pour l'Asie prise globalement, il y a cette idée qu'ils vont rééquilibrer leur modèle de croissance et se reposer davantage sur la demande intérieure, mais à ce jour, ils restent dépendants pour leurs exportations d'une demande finale qui vient pour les deux tiers des États-Unis, de l'Europe et du Japon, trois zones durement touchées par la crise.

Yves Zlotowski : Je ne suis pas trop inquiet, avant la crise la Chine avait la volonté de rééquilibrer très lentement la croissance, et la crise a changé leur stratégie : ils ont lâché les vannes et on a vu une croissance débridée de l'investissement et des crédits. Je ne doute pas du fait qu'ils vont reprendre cette stratégie de rééquilibrage et le signal sera une modification de la politique de change. Ils ont dans l'idée de rééquilibrer la croissance vers la consommation, réduire le poids de l'investissement dans le PIB, lentement réformer les banques. Ce sera très progressif.

Danielle Schweisguth : Je suis d'accord avec cette interruption de stratégie en Chine : les dirigeants chinois ont ancré le yuan au dollar afin de trier les entreprises à forte valeur ajoutée, pas trop polluantes, et laisser les petites entreprises peu viables faire faillite. Dans leur plan de relance, peu de développements concernent l'environnement et ils sont bien conscients qu'ils devront rectifier le tir, ils vont sûrement évoluer vers un modèle croissance plus verte, plus centrée sur la demande intérieure.

Bruno Cavalier : La meilleure nouvelle qui pourrait arriver à l'Europe, c'est peut-être que la Fed remonte ses taux d'intérêt et que le yuan reprenne sa marche à l'appréciation, ce qui permettrait de faire reposer l'affaiblissement du dollar sur la Chine plutôt que sur l'Europe, dont la devise est déjà surévaluée. La question est donc de savoir si la Fed peut infléchir sa politique monétaire dans un sens moins stimulant alors que les conditions économiques restent difficiles. L'histoire enseigne qu'elle n'a jamais remonté ses taux directeurs avec un tel niveau de chômage, mais après tout, nous sortons d'une crise exceptionnelle et le besoin de normalisation des taux directeurs est plus fort que d'ordinaire. Certains discours émanant de la Fed sont peut-être en train de préparer le terrain.

Christine Riffart : Dans la politique monétaire américaine il n'y a pas eu de volonté de soutenir le dollar au détriment du yen ou de l'euro, dans les faits ça n'a jamais été vérifié.

Bruno Cavalier : Certes, mais ils sont dépendants des capitaux internationaux. Ce n'est pas dans le but direct de soutenir le dollar que la Fed montera ses taux, mais si les États-Unis veulent continuer à être financés à hauteur de leurs besoins, un problème de rémunération du risque se pose avec des taux directeurs à zéro.

Christine Riffart : Jusqu'ici il y a eu un ajustement *via* le taux de change qui ne leur pose pas de problème.

Xavier Timbeau : La dépréciation des taux de change est un avantage en termes de parts de marché ou de compétitivité, mais en termes de financement et en activité de capitaux, il y a un arbitrage à faire.

Bruno Cavalier : Si on reproduit les schémas du passé, à savoir que la Fed ne resserre pas la politique monétaire tant que le chômage est élevé, alors il ne faut pas se poser la question de la hausse des taux en 2010 ou 2011 ou peut-être même 2012.

S'ils montent les taux uniquement quand on s'approche du plein emploi, ça va prendre des années, d'autant que le halo du chômage est le double du taux de chômage affiché. Mais, au moins au conditionnel, plusieurs membres de la Fed, dont Ben Bernanke, ont évoqué la question de la hausse des taux dernièrement. Ne vont-ils pas commencer le resserrement dès le début du cycle de reprise, plutôt que d'attendre le milieu du cycle ?

Yves Zlotowski : Vous pensez que la Fed relèvera ses taux avant la BCE ?

Bruno Cavalier : Les Américains ont toujours été leader, aussi bien en 2001, en 2004 qu'en 2007. A l'inverse, il est probable que la BCE est moins à l'aise avec des taux à 1 % que la Fed avec des taux à 0,25 %.

Gérard Cornilleau : Si on passe aux prévisions pour l'Europe, la question n'est-elle pas celle du dollar. Va-t-on pouvoir redémarrer en traînant le boulet du dollar ?

Yves Zlotowski : Nos prévisions sur l'Europe rejoignent les vôtres ; votre partie sur les entreprises et l'investissement est passionnante. Nous sommes inquiets sur l'Espagne, en revanche nous sommes plutôt optimistes sur l'Allemagne, même si le choc a été très fort (sur les exports), il est très concentré. L'Allemagne devrait profiter du rebond du commerce extérieur, même s'il est très faible. Par ailleurs, je reste étonné des prévisions pessimistes du FMI sur l'Allemagne, notamment sur la consommation et l'investissement. Enfin nous sommes inquiets aussi sur le Royaume-Uni, en raison de l'endettement des entreprises. L'Italie est toujours marquée par des retards de paiement, la situation s'est dégradée très rapidement, et sur la France, le choc a été également rude. Nous avons une vague de faillites importante, touchant divers secteurs.

Sur l'Europe centrale, notre inquiétude est grande aussi, la crise des paiements est colossale, ils ont fait des crédits domestiques en devises, ce qui est catastrophique. Le choc récessif est important, avec en tête les pays baltes. La Roumanie et la Bulgarie sont très touchées. En revanche la Pologne a connu une crise de surchauffe avant, en 2001, et elle résiste mieux au plan macroéconomique.

En Russie, le choc a été extrême, lié au prix du pétrole et aux retraits de capitaux, mais le choc a été amplifié en raison de problèmes internes : il n'y a pas eu de réelle réforme bancaire, ce qui a amplifié le choc avec un *credit crunch* domestique brutal et, ensuite, la dette des entreprises avait explosé en Russie ce qui pose aujourd'hui de très nombreuses difficultés de refinancement de la dette privée.

Bruno Cavalier : Je partage votre scénario sur l'Europe. J'ai le sentiment que les hétérogénéités post-crise vont être plus fortes de ce qu'elles étaient avant. Les rythmes de croissance vont être très différents avec des pays qui vont croître (Allemagne) et d'autres qui ne vont pas croître du tout (Espagne). L'Allemagne va sans doute nous tirer quelque peu mais avec de gros boulets derrière nous. Même s'il reste très improbable qu'un pays quitte la zone euro, il me semble que les forces centrifuges ont quand même augmenté.

Éric Heyer : Si l'économie allemande devrait connaître un rebond plus marqué que ses partenaires, deux craintes subsistent : la première est liée au très fort ajustement de l'investissement productif outre Rhin, analysé comme un *over shooting* qui sera compensé dans les trimestres à venir, stimulant le rebond de l'activité. Cependant cette hypothèse d'*over shooting* est difficile à mettre évidence de façon assurée et l'évaluation son ampleur éventuelle reste très fragile. La seconde idée est sur l'emploi : à l'inverse de l'investissement, l'emploi ne s'est pratiquement pas ajusté à l'effondrement de l'activité : cela s'explique en grande partie par une baisse de la durée du travail et notamment par un recours massif au chômage partiel (plus de 1,4 million de personnes). Ce dispositif n'étant que transitoire, ce dispositif peut devenir une bombe à retardement si l'activité ne repart pas rapidement. Ces deux éléments que l'on écarte dans notre scénario sont potentiellement présents.

Xavier Timbeau : Dans quelle mesure l'Allemagne n'est pas dans une stratégie non coopérative avec les autres pays ? Tous les éléments sont là pour qu'ils puissent réappliquer plus que jamais cette stratégie qu'ils ont déjà exercée auparavant. L'Espagne qui traverse une crise terrible, si elle n'avait pas été dans la zone euro, c'eût été bien pire. Les Etats baltes qui se sont endettés dans une devise étrangère ne souhaitent que rentrer dans la zone euro. Si l'Espagne ou l'Irlande devaient quitter la zone euro ils le feraient dans une devise étrangère, ce qui les étranglerait. La pression sur l'endettement oblige à rester avec un destin commun. Au contraire, la crise devrait même accélérer l'adhésion à l'euro.

Yves Zlotowski : Ce sont des plans FMI qui ont sauvé la Hongrie, la Roumanie, l'Union européenne a suivi mais sans avoir eu un rôle moteur. En Europe centrale un sujet important est le maintien des lignes bancaires entre les maisons mères et les filiales. C'est le FMI qui a mis les banquiers autour de la table. Les institutions européennes sont excellentes en matière d'adhésion, elles savent faire du *soft power*, de la conditionnalité structurelle, ce que ne sait pas faire le FMI, en revanche dans la gestion de la crise en Europe de l'Est, c'est le FMI qui a pris le dessus en matière de surveillance des politiques macroéconomiques. Que se passe t-il si un pays de la zone euro fait défaut ?

Xavier Timbeau : C'est vrai que ce serait assez humiliant que ce soit le FMI qui s'occupe de la Grèce ou du Portugal.

Yves Zlotowski : Un point sur les pays émergents. Cette crise est la victoire des pays émergents, voir le Brésil en pleine crise baisser les taux d'intérêts, même chose pour l'Afrique du Sud, c'est extraordinaire. Voir ces gouvernements intervenir pour faire de la gestion de crise est du jamais vu dans les crises précédentes. Le découplage se situe là. Les Philippines s'en sortent très bien alors que c'était un pays dont on estimait le risque souverain très fragile. Le gouvernement russe a été très actif dans la gestion de crise. Pour les émergents, on aura eu seulement deux défauts souverains : l'Equateur et les Seychelles qui n'ont pas fait la une de l'OFCE ! Cette résilience témoigne du renforcement des institutions dans de nombreux pays émergents ces dix dernières années.

Christine Riffart : Le Brésil et l'Argentine ont vécu des crises précédentes, contrairement à l'Équateur.

Yves Zlotowski : Beaucoup de petits pays ont cru avant la crise et pendant la crise par leur demande domestique, par l'investissement, comme la Chine, la Russie, et moins par leur commerce extérieur. L'Europe centrale a connu des problèmes de surchauffe et ne va pas retrouver ses anciens taux de croissance. En revanche l'Afrique du Sud va retrouver son rythme de croisière.

Gérard Cornilleau : On va peut être parler de la France ?

Bruno Cavalier : Tout ce que vous dites sur la France est convainquant. On voit la situation ambiguë de notre pays en Europe. Je suis surpris par la résistance de la consommation. Les chiffres ne montrent pas beaucoup de chute par rapport aux autres pays.

Éric Heyer : En 2009 c'est pareil mais en 2010 ça s'effondre.

Xavier Timbeau : L'énigme : pourquoi la France a été moins touchée ?

Yves Zlotowski : Les entreprises françaises ont été très touchées par la crise. On ne le voit pas sur les chiffres macros : il n'y a pas d'adéquation entre la macroéconomie et la microéconomie, mais la situation est très dégradée. Sur un an, la croissance des défaillances d'entreprises françaises continue à être très forte (+ 12 % en septembre) selon l'observatoire des défaillances de Coface. Le rythme ralentit en septembre (tous les autres mois on avait une hausse de l'ordre de 20 %) ce qui est un signe encourageant mais très fragile : la dynamique des défaillances est toujours inscrite à la hausse et les PME continuent à être très touchées. La fragilité des entreprises françaises peut être liée à la faiblesse de l'autofinancement et donc peut-être à une plus grande exposition au canal financier... Certes la France a été moins touchée au plan macro, mais on ne peut pas dire que cela soit vrai au plan micro.

Xavier Timbeau : C'est un vrai mystère mais les choses finissent toujours par apparaître !!!