

**WORKING PAPER** n°37  
Octobre 2009

# Perspectives pour une sortie de crise ?

## **Rencontre de Lisbonne**

Compte rendu des débats du 11 septembre 2009



Avec

**Philippe d'Arvisenet**, directeur des études économiques de BNP Paribas

**Jean-Marc Daniel**, professeur à ESCP Europe

**Jean-Michel Six**, Managing Director & Chief European Economist de Standard & Poor's



# Perspectives pour une sortie de crise ?

## Rencontre de Lisbonne du 11 septembre 2009

Comme le rappelle **Jean-Damien Pô**, délégué général de l'Institut de l'entreprise, la séance de rentrée se situe directement dans le prolongement de celle du 24 février 2009 (« Plans de relance, à quand la sortie de crise ? »). Les projections de l'OCDE pour la zone Euro en 2009, qui prévoyaient à l'époque une croissance du PIB autour de -1,9 %, viennent d'être révisées en juin à la baisse, avec un recul anticipé de 4,8 %. Si l'ampleur de la contraction apparaît ainsi avoir été largement sous-estimée, un tel constat doit être nuancé par les estimations, toujours de l'OCDE, qui situent la croissance pour l'année 2010 autour de 0,9 %, en raison principalement de trois facteurs combinés : les effets des plans de relance, la fin de l'ajustement des stocks et le regain de confiance de la part des entreprises. Cependant, cette reprise demeure fragile, compte tenu notamment des éléments suivants :

- le risque déflationniste est réel, une forte augmentation du chômage impliquant naturellement une pression sur les prix et les salaires ;
- le règlement du coût de la crise, considérablement élevé du fait de l'ampleur des plans de relance, fait peser une épée de Damoclès sur la reprise.

C'est dans ce contexte que s'articulera la discussion d'aujourd'hui autour de trois points de vue distincts.

L'examen, par Philippe d'Arvisenet, des indicateurs américains, suivi d'une analyse de la politique monétaire de la Fed et de ses conséquences quant à l'évolution future de l'inflation.

Une description de la situation européenne, conduite par Jean-Michel Six, avec un accent porté sur le marché de l'emploi et les conditions monétaires et de crédit.

Enfin, l'analyse de la situation des finances publiques et les solutions qu'appelle leur dégradation par Jean-Marc Daniel.

Ainsi, ces trois interventions auront pour but de répondre aux questions essentielles touchant la forme que prendra la sortie de crise.

## ▀ PHILIPPE D'ARVISENET

Directeur des études économiques de BNP Paribas

Se concentrant notamment sur la situation économique des États-Unis, Philippe d'Arvisenet se propose d'abord d'analyser les différents indices qui témoignent objectivement d'une amélioration de la conjoncture. C'est ensuite par l'examen des causes du rebond et des risques majeurs demeurant qu'il cerne les dangers de tout optimisme naïf et considère à nouveau la question de l'inflation.

### **Une conjoncture en nette amélioration**

L'amélioration de la conjoncture peut se lire au moins sur deux plans, l'un strictement financier et l'autre plus économique. Au niveau financier, deux principaux indicateurs témoignent en effet d'une stabilisation de la situation financière : l'écart entre le taux d'intérêt interbancaire et le taux des bons du Trésor d'une part, les *spreads* des CDS *corporate* d'autre part. Avec la disparition de la confiance sur le marché interbancaire et la frénésie d'achat des bons du Trésor (*flight to quality*) qui s'en est suivie, l'écart constaté entre le taux directeur et le taux interbancaire avait atteint deux pics, fin 2007 et à l'automne 2008 ; il a retrouvé à présent un niveau beaucoup plus raisonnable. En ce qui concerne les *spreads* des CDS, la même évolution s'observe avec un retour presque brutal à des niveaux proches de ceux observés avant la crise.

Sur le plan économique et de façon plutôt synchronisée les PMI<sup>1</sup> de la zone Euro, du Japon, de la Chine,

des États-Unis et du Royaume-Uni ont connu un fort rebond depuis le début de l'année 2009, tant dans le secteur industriel que dans celui des services. L'Asie est repartie la première, tirée par la Chine qui connaît ainsi les effets de son plan de relance budgétaire et monétaire.

### **Des facteurs de reprise à ne pas surestimer**

Si un tel rebond est aisément constatable, il convient d'en décomposer les principaux éléments explicatifs. D'abord, la contribution du commerce extérieur a été largement positive aux premier et deuxième trimestres de cette année, même si cette contribution est en partie due à une réduction des importations du fait des déstockages. Ensuite, après quatre trimestres consécutifs de dégrèvements des stocks, la fin de cet ajustement permet d'envisager de meilleures perspectives de croissance pour les troisième et quatrième trimestres 2009. Enfin, à ces deux premiers facteurs s'ajoutent la stabilisation du marché de l'immobilier aux États-Unis, ainsi que les conséquences de la désinflation et des politiques budgétaires massives engagées depuis l'accélération de la crise.

Ces trois derniers éléments requièrent néanmoins un examen plus attentif. En ce qui concerne la désinflation, celle-ci a entraîné naturellement une augmentation des salaires réels et donc un soutien de la demande en dépit de la baisse des salaires nominaux. Or, si l'on considère que la désinflation est derrière nous, cette contribution positive aura été de courte durée. Ensuite, une palette complète de politiques budgétaires a été mise en place, avec en premier lieu des baisses d'impôt et un allongement des durées d'indemnisation du chômage ; premières mesures qui commencent à être suivies par les dépenses directes des États, notamment dans les projets d'infrastruc-

1. L'indice PMI est l'abréviation de *Purchasing Managers' Index*, à savoir l'indice des directeurs d'achats.

ture. Ici aussi, un tel soutien ne pourra se prolonger indéfiniment. Enfin, le marché américain de l'immobilier donne des signes favorables : les prix, ayant considérablement baissé, commencent à remonter si l'on se fie à l'indice Case-Shiller<sup>2</sup>, qui se situe aujourd'hui à 35 % en-dessous de son niveau de 2006. À cela s'ajoute un fort ralentissement de la baisse des mises en chantier. Si le secteur de l'immobilier semble repartir, c'est néanmoins un secteur qui ne représente plus que 25 % de ce qu'il était trois ans plus tôt ; les effets positifs de ce retour de tendance ne doivent donc pas être surestimés.

### **Un rebond de courte durée et peu vigoureux**

Pourquoi ne pas se satisfaire de ce premier tableau optimiste ? Comme le rappelle Philippe d'Arvisenet, on le voit déjà dans la nature des causes du rebond : celles-ci ne permettent pas d'espérer une reprise très vigoureuse et de longue durée. S'ajoute à cela la faiblesse du dynamisme de la consommation, faiblesse qui s'explique par plusieurs raisons. Tout d'abord, les ménages américains sont très endettés et traversent une période de reconstitution de leur épargne, phénomène qui devrait se prolonger et ainsi priver la croissance américaine future de son principal moteur. De plus, la dégradation du marché du travail s'accroît alors que la reprise est bien réelle, situation rappelant la « *Jobless Recovery* » des États-Unis qui avait suivi la récession de 2001. Avec encore 200 000 emplois détruits le mois dernier, la création d'emplois n'est pas près de prendre le relais de la reprise. Ces deux phénomènes sont liés dans la mesure où la situation de l'emploi encourage le phénomène de reconstitution de l'épargne. Globalement,

alors que le niveau des salaires disponibles a diminué, la dette ne peut jouer son rôle naturel de stimulation de la consommation, cette combinaison laissant apparaître un mécanisme néfaste.

### **Un risque inflationniste limité**

Dans un tel contexte, quelles conclusions peut-on tirer concernant l'inflation ? Deux mécanismes sont ici à l'œuvre, la formation des prix intérieurs et l'effet des masses monétaires. Pour le premier, sous l'effet combiné du faible taux d'utilisation des capacités de production d'une part et de la diminution des coûts unitaires de production d'autre part, les prix risquent d'être tirés vers le bas, écartant à court/moyen terme le risque d'inflation. En effet, ce taux est tombé à son plus bas niveau depuis l'après-guerre, écartant tout risque de pression venant de la demande. Pour ce qui est des coûts unitaires, la situation est comparable à celle de 2001-2002 : alors que l'économie américaine s'est encore contractée au deuxième trimestre 2009, les gains de productivité ont fortement augmenté grâce aux réductions d'effectifs, entraînant une diminution des coûts de production.

Si l'on s'attache ensuite au deuxième mécanisme, celui des masses monétaires, force est de constater le gonflement du bilan de la Fed – celui-ci est ainsi passé de 750 Md\$ à 2200 Md\$, ce qui signifie une explosion de la quantité de monnaie banque centrale. Cependant, pour Philippe d'Arvisenet, cette explosion ne peut être considérée comme une cause certaine d'inflation future. D'abord, le retrait des liquidités à court/moyen terme est tout à fait envisageable : c'est déjà le cas pour le « *commercial paper* », la Fed ayant commencé à se retirer des marchés offrant les signes de reprise les plus encourageants. Pour ce qui est des titres adossés à différents types de prêts, l'amélioration de la situation devrait permettre à la

<sup>2</sup>. L'indice Case-Shiller établi par Standard & Poor's mesure la valeur nominale du marché de l'immobilier résidentiel dans vingt régions métropolitaines des États-Unis.

Fed de revendre ce qu'elle avait acheté en plein cœur de la crise. Et, comme l'a rappelé Ben Bernanke en juillet dernier, la Fed dispose d'un ensemble suffisamment complet d'outils, comme l'émission de bons propres ou l'augmentation de la rémunération des comptes des banques commerciales, lui permettant de mettre en place une stratégie de sortie.

Enfin, et ce point n'est pas le moins important, il ne faut pas corréler mécaniquement augmentation de la monnaie banque centrale et risque inflationniste. Si les banques restent assises sur leurs liquidités, l'augmentation des liquidités banque centrale n'implique pas directement une augmentation de la masse monétaire globale.

### ***L'inflation est-elle ou non souhaitable ? Un débat typiquement français***

Philippe d'Arvisenet a conclu son intervention sur ce qui de prime abord apparaît comme un débat typiquement français, portant sur l'existence ou non d'un « besoin » d'inflation. En réalité, ce « besoin » dépend du contexte national et des catégories sociales considérés. C'est plutôt la question de savoir si l'inflation s'obtient facilement une fois qu'elle est souhaitée, qui appelle une réponse plus systématique. Ici, deux éléments essentiels remettent en cause cette maîtrise. L'ouverture des marchés et les mouvements de capitaux impliquent une dépendance accrue des économies contemporaines à l'égard des investisseurs extérieurs. Que l'on pense ici simplement à la dette française ou à la dette américaine, détenues à plus de 50 % par des non-résidents (fonds de pension, gestionnaires obligataires, compagnies d'assurance). Or de tels acteurs ont les yeux rivés sur le risque d'inflation et sur les taux d'intérêts. Ainsi, si l'on fait de l'inflation, cela aura un effet direct sur les taux d'intérêts réels ; la remontée des taux cassera alors

la reprise, remettant en cause les bénéfices illusoire de l'inflation préalablement obtenue. Enfin, l'autre élément touche à l'indépendance des banques centrales, notamment la BCE : si un pays lié par le Traité de Maastricht décide de laisser filer l'inflation, il sera de toute façon dépendant des décisions de la BCE en termes de politique monétaire.

### **▲ JEAN-MICHEL SIX**

Managing Director & Chief European Economist  
de Standard & Poor's

Avec une attention plus particulière portée à la zone Euro, Jean-Michel Six propose un tableau de la situation actuelle en se focalisant sur le marché de l'emploi et l'analyse des conditions monétaires et de crédit.

### ***Une grande disparité des situations au sein de l'Europe***

Le constat dressé préalablement par Philippe d'Arvisenet fait consensus, comme le rappelle Jean-Michel Six au début de son intervention. Les indicateurs évoqués sont univoques : la situation actuelle dessine bien un V, avec une reprise franche et explicite. Si cette reprise est plutôt synchronisée, il ne faut pas omettre la grande disparité européenne où les situations encourageantes de la France ou de l'Allemagne contrastent très nettement avec la crise plus sévère que connaissent l'Espagne, l'Irlande, l'Italie ou la Grèce. Un seul indicateur est à ce titre très révélateur : le nombre de nouvelles immatriculations automobiles a ainsi augmenté de 28 % sur les douze derniers mois en Allemagne, là où l'Irlande a connu sur la même période une baisse de 65 %. Dans

l'ensemble, c'est un rebond fort qui est attendu et qu'il conviendrait de qualifier de rebond technique, au regard de l'importance considérable des moyens mis en œuvre pour contenir les effets de la crise. Les politiques monétaires très agressives, les encouragements fiscaux, mais aussi le bouclier de l'Euro ont donc fonctionné. Si l'on cherche à décrire le profil de la reprise à plus long terme, il convient cependant de parler d'une « reprise en racine carrée » plutôt qu'en V, avec dès 2010 une croissance attendue inférieure au potentiel, le niveau de PIB de 2007 n'étant atteint qu'en fin 2011.

### **Marché de l'emploi :**

#### **États-Unis et Europe aux antipodes**

Concernant le marché de l'emploi, ce sont deux tendances strictement inversées qui retiennent l'attention de Jean-Michel Six. Si le PIB américain a moins baissé entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009 que le PIB de la zone Euro, le chômage américain a quant à lui beaucoup plus fortement augmenté. Avec le choc très violent porté sur la valeur ajoutée, les entreprises européennes ont vu leurs marges se comprimer nettement plus significativement que leurs homologues américaines. Comme Philippe d'Arvisenet l'évoquait, les coûts salariaux baissent de 5,9 % aux États-Unis tandis que la productivité augmente de 7 % en rythme annuel au deuxième trimestre, là où l'inverse se produit en Europe. Même si, en Allemagne par exemple, des plans gouvernementaux comme l'incitation au travail à temps partiel expliquent la moindre baisse du chômage, la divergence des tendances reste intrinsèquement très forte.

### **Europe : une reprise lente et molle**

Quelles en sont les conséquences ? Alors que les entreprises américaines reconstituent leurs marges rapidement et ce de manière agressive, ce qui semble une bonne nouvelle, cela implique de bien moins bonnes perspectives pour le marché de l'immobilier. C'est en effet l'appauvrissement relatif d'une couche de la population qui est à l'origine de la crise de l'immobilier américain : une forte augmentation du chômage aura ainsi pour conséquence de ralentir le redressement de ce secteur. Pour ce qui est de l'Europe, il apparaît que la dégradation de l'emploi va s'accroître et l'on peut craindre un scénario comparable aux années 1980, où douze à quinze mois ont séparé la fin officielle de la récession et le pic atteint par le taux de chômage. Enfin, le tableau se noircit en ce qui concerne l'investissement, si l'on prend en compte cette pression sur les marges que connaissent les entreprises. La chute de l'investissement devrait ainsi s'établir pour 2009 à 25 % en France. Jean-Michel Six conclut en soulignant que si le pire est derrière nous, la reprise a toutes les chances d'être longue et molle.

### **Des conditions de crédit encourageantes**

Qu'en est-il des conditions monétaires et de crédit ? Il semblerait que le credit crunch soit loin d'être achevé. Les prêts aux ménages comme aux entreprises ont considérablement diminué depuis plus d'un an ; malgré tout, la masse monétaire continue de croître dans la mesure où une de ses contreparties croît, à savoir les crédits à l'État<sup>3</sup>. Le mécanisme est alors le suivant : les banques font face à une dégradation continue du profil de crédit des

<sup>3</sup>. Ce qui correspond à l'achat des titres d'État par les banques de la zone Euro.

entreprises comme des ménages, ce qui, avec les ratios de Bâle II, implique mécaniquement un enchérissement de leur coût en capital. Avec des titres d'État qui ne coûtent rien d'un point de vue prudentiel et qui sont sans risque, les banques s'installent alors dans un phénomène de « *Flight to Quality* ». Pour Jean-Michel Six, on est ainsi dans une situation de configuration des politiques monétaires où d'un côté la BCE injecte des liquidités et de l'autre, les régulateurs rappellent à chaque fois aux banques le coût des prêts : les injections de liquidités restent ainsi en grande partie à l'intérieur du système financier.

Malgré tout, les conditions de crédit sont encourageantes, si l'on tient compte de l'augmentation très forte et récente des émissions obligataires par les entreprises en Europe. Pour les huit premiers mois de 2009, le montant de ces émissions atteint 446 Md\$, ce qui représente une augmentation de 55 % par rapport à la même période, l'année précédente. Si ce phénomène est un bon signe pour l'économie, il est limité en Europe aux sociétés qui ont accès aux marchés obligataires, ce qui exclut les PME. Pour étendre cet accès, il faudrait envisager une évolution de fond qui laisse craindre de mauvaises perspectives de financement à court/moyen terme et ainsi une prolongation du crédit crunch.

### **« *Inflation ? It's like crying Fire ! Fire ! amid Noah's Flood* »**

Jean-Michel Six conclut son intervention sur l'inflation et s'aligne sur le propos de Philippe d'Arvisenet en rappelant le mot de Paul Krugman d'août 2009 : « *Inflation ? It's like crying Fire ! Fire ! amid Noah's*

*Flood*<sup>4</sup> ». Le risque inflationniste à court terme doit être écarté, même si l'on peut envisager mécaniquement une inflation à nouveau positive à la fin de l'année, avec l'augmentation du prix du pétrole. Cependant, en-dessous de 100 \$ le baril, la situation est loin d'être problématique, et cet horizon de prix reste lointain étant donné le niveau actuel des stocks mondiaux.

### **▲ JEAN-MARC DANIEL**

Professeur à ESCP Europe

Après un rapide état des lieux, Jean-Marc Daniel se propose d'examiner de plus près la situation des finances publiques et les solutions apportées à la crise en termes de politique budgétaire.

### ***Une reprise en racine carrée***

Le profil de la reprise en racine carrée, mentionné par Jean-Michel Six, décrit parfaitement selon Jean-Marc Daniel la situation actuelle et à venir. Le bilan de la croissance pour 2009, avec une contraction du PIB allant de 2,8 % pour les États-Unis à 25 % pour la Lettonie, est sans appel. Les phases se sont enchaînées pour aboutir, après une crise financière, puis économique, à une crise sociale caractérisée où le nombre de chômeurs a augmenté de 15 millions entre décembre 2007 et septembre 2008 pour les pays de l'OCDE, et où les perspectives chiffrées pour mars 2010 font état d'un accroissement global du chômage de 80 %. Cette situation est entretenue

4. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/31/crying-fire-fire-in-noahs-flood/>

par la reconstitution des marges des entreprises et les gains de productivité qui se font au détriment de l'emploi. Pour Jean-Marc Daniel, nous sommes ainsi dans une situation classique d'arbitrage de Phillips qui exclut tout risque d'inflation. La quatrième phase tant attendue est évidemment celle de la reprise avec les pionniers que sont le Japon, l'Allemagne – pour les pays qui avaient été les plus touchés – et la France : le taux de croissance annualisé attendu par l'OCDE pour le 3<sup>e</sup> trimestre 2009 se situe en effet à un haut niveau, avec 5 % pour l'Allemagne, 1,2 % pour les États-Unis et 1 % pour le Japon.

### ***La prochaine crise sera celle des finances publiques***

Toutefois dans le cycle actuel, la quatrième phase à venir pourrait aussi être celle, particulièrement inquiétante, de la crise des finances publiques. La plupart des pays font en effet face à un gonflement très fort de leur dette publique, celle-ci devant atteindre en 2009 172 % du PIB au Japon, 78 % en France, 71 % aux États-Unis ou encore 70 % au Royaume-Uni. Les membres de la zone Euro, quant à eux, ne satisfont plus les critères d'endettement et de déficit du pacte de stabilité et de croissance. Et si de tels profils de dette sont particulièrement préoccupants, la situation est encore plus problématique pour des pays comme l'Islande, dont la dette libellée en Livres et en Euros atteint désormais 315 % du PIB. Dans l'ensemble, si la situation est inquiétante, c'est pour une raison simple : ces niveaux de dette ont été atteints pour servir des politiques de relance budgétaire qui commencent aujourd'hui à atteindre leurs limites. Le cas emblématique est ici celui du Royaume-Uni. En bon élève de Keynes, le Royaume-Uni a considérablement accru ses dépenses publiques et a pratiqué une dévaluation sauvage de la Livre, malgré les annonces qui

avaient été faites au G4. Or ce pays est loin d'être celui qui s'en sort le mieux aujourd'hui, même s'il s'en sort moins mal que ce qui avait été anticipé.

Globalement, les efforts de relance ont conduit à des situations très contrastées de déficit structurel. Les États-Unis et le Royaume-Uni, ayant pratiqué les relances keynésiennes les plus agressives, connaissent aujourd'hui les niveaux les plus élevés de déficits structurels attendus en 2009, avec respectivement 8,8 % et 10,4 %. L'Allemagne et l'Italie se situent à l'autre extrémité du spectre avec un déficit respectif de 1,5 % et 2 % du PIB.

Au-delà de cette disparité des situations, un effort de réduction budgétaire important est requis pour la période à venir, avec l'enjeu délicat qu'un tel effort se doit de ne pas être contra-cyclique d'une part, et que, d'autre part, il puisse apparaître politiquement légitime.

### ***Résorber l'endettement public : une priorité***

Comme le rappelle Jean-Marc Daniel, trois solutions classiques existent pour résorber l'endettement public : l'inflation, la croissance et l'impôt. Sont donc exclus les cas de non-remboursement de la dette ou d'annulation pure et simple. En effet, malgré l'opinion répandue, l'histoire montre que les pays ont la plupart du temps remboursé leurs dettes : le discours de Gladstone au XIX<sup>e</sup> siècle est l'un des exemples qui en témoignent, tout comme l'Amérique de Grant qui a remboursé ses dettes en augmentant ses droits de douane. Les pays européens endettés en 1815 par les guerres napoléoniennes, comme la Grande-Bretagne, ont eux aussi remboursé leurs dettes. Pour ce qui est de l'annulation pure et simple, celle-ci s'avère en réalité fictive : les économistes ont

en effet montré que l'augmentation du taux des emprunts, suite au défaut d'un État, était telle qu'elle permettait aux créanciers de compenser leur perte antérieure. Reste donc l'inflation : apparaît-elle comme une solution viable ? Ce serait le cas si l'inflation ne conduisait pas à une augmentation des taux d'intérêt : autrement dit, l'inflation fonctionne en réalité comme une annulation déguisée. Cette solution demeure néanmoins une tentation forte des politiques, et l'on peut craindre à l'avenir un découplage des situations inflation/déflation. Il est fort probable en effet que la BCE ne laissera pas filer l'inflation, alors que la Fed et la Banque d'Angleterre en seront tentées, faisant d'une situation d'un Euro à deux Dollars un scénario plausible.

#### ***Hausse des impôts ou baisse des dépenses ?***

La hausse des impôts et la baisse des dépenses apparaissent dès lors pour Jean-Marc Daniel comme les solutions les plus requises par la crise actuelle. Cependant, la tentation des politiques pour une « fiscalité spectacle » est grande, à l'image de la taxe carbone qui a moins pour but de prélever des recettes – celles-ci étant destinées à être restituées immédiatement après leur prélèvement – que de punir des comportements « déviants ». Il est ainsi urgent de conduire une réflexion de fond sur la fiscalité à partir de trois constats.

Il apparaît premièrement que la pression fiscale doit se porter en priorité sur les ménages, puisque les entreprises vont se trouver confrontées à une appréciation régulière du taux de change, qui dégradera leur compétitivité. Ensuite, la fiscalité indirecte, en raison des modes d'indexation, comporte un certain nombre d'effets pervers : lorsque l'on augmente le prix de l'essence, les transferts sociaux en sont acrus d'autant avec la hausse mécanique des minima

sociaux (SMIC,) et de certaines prestations (retraites, etc.). Cette situation impose de s'interroger sur les agents qui supportent directement la fiscalité, sachant que les entreprises, préparant l'avenir, devraient en subir le moins possible son alourdissement. Enfin, l'avènement d'une fiscalité « expiatoire », qui vise avant tout à modifier les comportements, éveille un doute quant à la légitimité des réformes fiscales adoptées. On peut s'attendre ainsi à ce que la sortie de crise se focalise autour de la légitimité de l'action publique et de la fiscalité.

## **▲ ÉCHANGES AVEC LA SALLE**

#### ***Dépréciation du dollar et risque inflationniste***

**Jean-Gilles Sintès, conseiller du président de Viel & Cie**, interroge Philippe d'Arvisenet : la dépréciation du dollar, corrélée à l'augmentation massive du prix des matières premières, ne représente-t-elle pas un risque inflationniste ?

Pour **Philippe d'Arvisenet**, si la dépréciation du dollar entraîne une augmentation du prix des matières premières libellées en dollar, ce qui est perdu du côté des matières premières est compensé, pour les Européens, par la baisse même du dollar. Cet effet est d'ailleurs plus large si l'on tient compte des pays qui ont un change fixe par rapport au dollar, comme la Chine : une baisse de la monnaie de ces pays entraînant alors une diminution de la valeur des importations pour les autres pays.

#### ***Pétrole : le risque inflationniste demeure***

**Un intervenant** revient alors sur la question du prix du pétrole : avec un baril qui est tombé à 35 \$ mais

qui est déjà remonté à 70 \$, ne doit-on pas prendre plus au sérieux une remontée brusque et rapide qui tirerait l'inflation ?

Pour **Jean-Michel Six**, les marges de production demeurent substantielles, et écartent a priori tout scénario extrême d'une remontée à court terme du prix du pétrole jusqu'à des niveaux inflationnistes.

Cependant, comme le rappelle **Philippe d'Arvisenet**, tout risque de bulle spéculative ne peut être exclu par principe : il faut tenir compte, dans le cadre du pétrole, de la force des prophéties auto-réalisatrices et des phénomènes de projections des cycles précédents.

### ***Le spectre de la déflation est-il toujours présent ?***

Revenant sur les questions inflation/déflation, **Gérard Thoris, maître de conférences à Sciences Po**, interroge alors Jean-Michel Six : le spectre de la déflation a été peu évoqué jusqu'à présent, or pour ne considérer que les prix industriels qui sont à la baisse, la menace de ce spectre n'est-elle pas bel et bien réelle ?

Il y a effectivement de la déflation, répond **Jean-Michel Six**, dans certains secteurs en Irlande, en Espagne ou au Portugal, déflation qui sera d'ailleurs un des leviers nécessaires au regain de leur compétitivité. Cependant, cette situation n'est pas celle d'une déflation profonde où les prix baissent chaque mois et où la politique monétaire se trouve impuissante.

### ***Efficacité de la politique budgétaire et monétaire en Chine***

**Martine Clément, président de la Caisse Mutuelle de Garantie de la Mécanique**, demande alors à Philippe d'Arvisenet quelques précisions touchant l'efficacité de la politique budgétaire et monétaire de la Chine.

Avec un taux de croissance annualisé de 12 % pour le dernier trimestre, la Chine connaît selon **Philippe d'Arvisenet** les effets directs, d'une part d'un package budgétaire de plus de 500 Md\$ de l'État central auquel se sont ajoutées des contributions des provinces, et d'autre part, d'un retournement complet de la politique monétaire avec un niveau des nouveaux crédits qui a atteint en six mois les deux tiers des objectifs annuels.

### ***L'inflation chez les autres est-elle dangereuse ?***

**Denis Verret, Senior Vice President d'EADS**, revient sur la question de l'inflation comme solution à la pression budgétaire : en quoi faire de l'inflation chez nous serait-il plus dangereux que de l'accepter aux États-Unis ?

Pour **Jean-Marc Daniel**, l'inflation est problématique dans la mesure où elle se paie toujours, à travers la hausse des taux d'intérêt ; c'est ce qui motive le choix européen de maîtrise de l'inflation. Par ailleurs, ce choix permet d'homogénéiser la zone économique européenne, autrement dit d'éviter des disparités trop importantes du taux d'inflation entre les pays. En ce qui concerne les États-Unis, force est de constater une forme de fuite en avant ; l'inflation risque à l'avenir d'y avoir des conséquences sociales considérables qui n'ont pour l'instant pas été anticipées. Au-delà du clivage traditionnel entre les porteurs d'épargne, défavorables à l'inflation, et les

débiteurs, qui y trouvent leur intérêt, deux profils de consommateurs risquent demain de s'affronter : l'élite de la Côte Est, qui achète des biens européens, et dont le pouvoir d'achat sera diminué par la dépréciation du dollar, et l'américain moyen, qui achète essentiellement des produits fabriqués en Chine et qui attend d'une éventuelle baisse du dollar la sauvegarde de ses emplois. Ainsi le problème monétaire devient aux États-Unis un problème social.

### **1 euro = 2 dollars – L'Europe tiendra-t-elle ?**

Mais que faire avec un euro pour deux dollars ?

**Denis Verret** est très sceptique quant à la capacité de l'industrie européenne à tenir le choc d'un tel taux de change.

Pour **Jean-Marc Daniel**, il ne s'agit pas de nier la menace pour l'industrie européenne, notamment allemande, que représente une telle parité. Cependant, comme les actions passées de la BCE mais aussi les déclarations de M. Steinbrück le prouvent, une telle appréciation de l'euro n'est pas un scénario qui effraie les acteurs politiques : la question se déplace alors sur les mesures économiques et leur adaptation à ce contexte de politique monétaire. L'attention devrait être avant tout portée sur l'allègement de la pression fiscale des entreprises.

**Jean-Michel Six** rejoint Jean-Marc Daniel sur la dépréciation tendancielle du dollar et sur la dépendance des politiques monétaires européennes à l'égard du point de vue allemand. Cette dépendance explique notamment l'augmentation des taux juste avant l'accélération de la crise, ainsi que le changement radical de politique monétaire lorsque la balance commerciale allemande s'est profondément dégradée. Il est ainsi tout à fait probable que l'on s'achemine vers une parité un euro pour deux dollars,

dans la mesure où l'effet taux de change sur les exportations allemandes est bien inférieur à celui sur les exportations italiennes et françaises. Comme le fait Jean-Marc Daniel, on peut alors se demander sous forme de boutade si, à l'inverse de ce qu'affirmait Helmut Kohl disant qu'il avait fait cadeau de la Bundesbank à l'Europe, ce n'est pas plutôt l'Europe qui a été offerte à la Bundesbank.

Enfin, comme le rappelle **Philippe d'Arvisenet**, tout est question d'arbitrage : un taux de change fort qui pénalise une économie implique en contrepartie une fiscalité plus légère ou une diminution des salaires réels, comme cela a été le cas en Allemagne. Et un taux de change fort favorise le pouvoir d'achat des consommateurs

Sans aller jusqu'à la suggestion quelque peu provocante de **Jean Luc Biacabe, représentant la CCIP**, de lancer le grand emprunt en dollar, restent ouvertes ici de grandes questions comme celle évoquée par **Yves Cannac, membre du Conseil économique et social**, de la création d'une monnaie mondiale.

## *Perspectives pour une sortie de crise ?*

En février dernier, l'Institut de l'entreprise réunissait un panel d'économistes afin d'évaluer l'impact des plans de relance. L'ampleur de la crise, alors à son paroxysme, et les réponses qui y étaient apportées par les pouvoirs publics soulevaient alors plusieurs interrogations.

Alors que la récession économique semble approcher aujourd'hui de son point d'inflexion, l'Institut de l'entreprise a souhaité réunir à nouveau ce même panel pour faire un point sur les perspectives de sortie de crise. Le retournement d'un certain nombre d'indicateurs avancés permet-il de lever les craintes du début d'année ? Le risque déflationniste a-t-il gagné du terrain sur le risque inflationniste ? Qui enfin, des consommateurs, des salariés ou des entreprises, va devoir « payer » le coût de la crise ?

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par  
Thomas Roborel de Climens.



29, rue de Lisbonne  
75008 Paris  
Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28  
Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01  
[www.institut-entreprise.fr](http://www.institut-entreprise.fr)