

Flash Éco 2014

- Extraits -



Le présent document est une annexe au rapport d'activité de l'Afep pour 2014.
Il regroupe un extrait choisi des flashs Éco publiés en 2014.

Liste complète des flashs disponible sur www.afep.com

Flash Eco : analyse à caractère économique ne constituant pas une prise de position.

Sommaire

Vers une inflation négative en 2015 ?	4
La part des non-résidents dans l'économie française	6
La fragmentation financière en zone euro	8
L'évolution du chômage en zone euro depuis la Grande récession	10
Le projet de loi de finances pour 2015	12
Annexe : comparaison des trajectoires 2014-2017	14
Le « quantitative easing » est-il sans risque ?	15
Qualification et insertion professionnelle : évolution récente	18
Quelle France depuis dix ans ? Les deux « P »	20
Quelle France depuis dix ans ? Les deux « D »	22
Politique monétaire européenne et stratégie de communication	24
Trois questions sur les salaires en France	26
Cadrage économique de l'impôt sur les sociétés	28
Croissance et chômage : quelles interactions ?	30

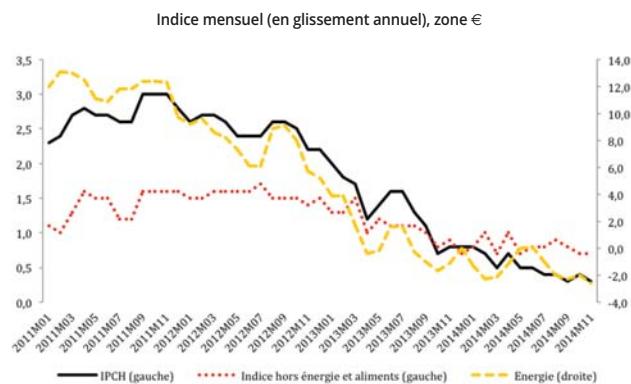
Vers une inflation négative en 2015 ?

18 DÉCEMBRE 2014

Le présent flash analyse l'évolution récente de l'inflation ainsi que les perspectives pour 2015. En souhaitant à l'ensemble des lecteurs du « Flash éco » d'excellentes fêtes de fin d'année.

Le constat et les perspectives pour 2015

Les derniers indicateurs disponibles signalent de façon convergente une poursuite du ralentissement des prix : en zone euro, l'**indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH)** du mois de novembre est ressorti à **+ 0,3 %** en glissement annuel, contre + 0,4 % en octobre (et + 0,8 % il y a un an). La progression de l'inflation « **sous-jacente** » (qui exclut de l'indice les produits à prix volatils, voir flash du 19 juin 2014) est installée en-dessous de 1 % depuis plusieurs mois. En moyenne annuelle, l'inflation atteindrait + 0,5 % en zone euro en 2014, après + 2,5 % en 2012 et + 1,4 % en 2013. En France, l'INSEE note une première depuis que la série existe (1990) : une **inflation sous-jacente négative** en novembre par rapport au même mois de l'année précédente (- 0,2 %). Couplés à l'atonie de l'activité économique, ces résultats ont conduit la Banque centrale européenne (BCE) à réviser ses prévisions d'inflation pour 2015 (+ 0,7 %)¹ et 2016 (+ 1,3 %), loin de l'objectif d'une progression des prix inférieure mais proche de 2 %.



Source : Afep à partir d'Eurostat.

Comment expliquer la faiblesse de l'inflation ?

Le net mouvement de désinflation entamé à la fin de l'année 2011 relève de plusieurs facteurs : en premier lieu, la décélération marquée (et parfois la baisse) des **prix énergétiques** et des **produits alimentaires**, qui expliquaient à l'été de cette année **75 % de l'écart** avec l'indice des prix relevé à la fin 2011 du fait de l'évolution du prix du baril et des matières premières ; en second lieu, une **modération des prix des biens et services** pour le **quart restant**, qui reflète l'atonie de la conjoncture au sein de la zone euro. Ces facteurs ont été renforcés par d'autres éléments, en particulier l'**appréciation de l'euro par rapport au dollar** (+ 12,5 % entre juillet 2012 et mars 2014). Toutefois, la persistance d'une faible inflation conduit à s'interroger sur l'existence de causes plus profondes. Dans une tribune récente², J.-P. Landau s'appuie sur la recherche économique (travaux de Caballero et Farhi) pour étudier l'éventualité d'un **excès de demande pour les actifs « sûrs »** (monnaie et titres publics) au sein de la zone euro. L'intuition est la suivante : dans un environnement incertain caractérisé par une forte aversion au risque, les agents économiques cherchent à maintenir (comportement de « thésaurisation ») et, lorsque c'est possible, à acquérir des actifs sûrs, d'où une réduction de leur consommation et de leur investissement (les entreprises augmentent leur trésorerie) et, partant, de la demande de biens, ce qui pèse sur les prix, d'où une hausse des taux réels qui réduit à nouveau les prix (voir ci-après). Il en résulterait une situation de « **trappe à sécurité** » (« *safety trap* »), variante de la « **trappe à liquidité** » keynésienne : pour mémoire, dans cette dernière situation, la demande de monnaie devient infinie³ car les agents sont indifférents entre la détention de monnaie (dont le taux d'intérêt est toujours nul) et la détention de titres (dont le taux d'intérêt est devenu nul). Dans ce contexte, les **investissements physiques**, pourtant nécessaires à la relance de l'activité, souffrent de deux handicaps majeurs par rapport aux actifs « sûrs » : d'une part, leur **illiquidité** et leur caractère **irréversible** ; d'autre part, leur

exposition au risque économique et, de ce fait, à l'incertitude conjoncturelle. Pour résoudre l'écart entre l'offre et la demande d'actifs sûrs, J.-P. Landau propose donc d'augmenter la première à travers un rachat par la BCE des actifs du secteur privé (ce qu'elle a déjà commencé à faire) qui, contrairement à un rachat de titres publics, aboutit à remplacer un actif risqué par un actif sûr.

Les risques d'une inflation faible ou négative : que dit la littérature économique ?

En économie, on appelle **nominales** (ou en « valeur ») les variables non corrigées des effets de l'inflation, et **réelles** (ou « en volume ») celles qui en corrigent les effets. Par exemple, si l'inflation est de 2 %, un taux d'intérêt nominal de 4 % aboutit à un taux d'intérêt réel de 2 %. Si, à la suite d'un retournement conjoncturel, le taux d'intérêt nominal de la banque centrale est réduit (sans modification de l'inflation), le taux d'intérêt réel diminue et peut même devenir négatif si l'inflation est supérieure au taux nominal. **Dès lors que l'inflation tend vers zéro** (et que le taux directeur est lui-même de 0,05 %), **le mécanisme d'ajustement du taux réel se bloque et peut même s'inverser si le taux d'inflation devient négatif**. Dans un environnement européen caractérisé par des dettes (publiques et privées) élevées, ceci est problématique : si l'inflation positive est traditionnellement considérée comme étant « l'alliée des débiteurs », **l'inflation négative a l'effet opposé en augmentant leur charge de remboursement**. D'un point de vue académique, Irving Fisher fut le pionnier de la théorie de la « **déflation par la dette** » dans les années 30. Contrairement au proverbe « *Qui paie ses dettes s'enrichit* », sa théorie met en évidence un paradoxe selon lequel **plus le débiteur rembourse, plus il est endetté** : en vendant ses actifs pour rembourser sa dette, ce dernier augmente la demande de monnaie, ce qui fait baisser les prix. Généralisé au niveau macroéconomique, ce comportement peut entraîner une spirale dépressive de déflation où la baisse des prix conduit les agents à reporter leurs achats, d'où une baisse de la consommation qui pèse à son tour sur les prix. En

est-on là en Europe à la fin 2014 ? Dans une étude récente⁴, la Coface estime qu'« *un scénario catastrophique du type années 1930 semble pouvoir être évité* ». D'une part, la **politique proactive de la BCE** (liquidité abondante à taux faible, « *forward guidance* ») joue un rôle de **stabilisation des anticipations** ; d'autre part, les **rigidités nominales à la baisse en zone euro** (par exemple l'existence de salaires minimaux) tendent à bloquer l'enclenchement d'une spirale déflationniste. Ainsi, en zone euro, la BCE prévoit une progression de la rémunération par salarié de 1,5 % en 2015 contre 1,6 % cette année. Servant de rempart au niveau agrégé, ceci ne doit toutefois pas cacher le **nécessaire ajustement salarial** au sein de la zone euro avec, d'une part, une croissance plus forte dans les pays en excédent et, d'autre part, une modération dans les Etats en déficit : à cet égard, avec une progression attendue du salaire moyen de + 1,9 % en 2015, l'économie française prolonge le paradoxe « à chômage élevé, salaires supérieurs à la productivité ».

En cette fin d'année, la faiblesse de l'inflation concentre les inquiétudes au niveau européen, avec une crainte grandissante de basculer en déflation. Soutenant le pouvoir d'achat à court terme, les prix devraient connaître une nouvelle décélération dans les mois à venir, voire une baisse si le pétrole poursuit son repli, même si l'affaiblissement de l'euro pourrait atténuer cet effet (ou l'annuler en cas de dépréciation plus importante). L'indice sous-jacent pourrait également être touché indirectement en raison des effets du prix du pétrole sur les coûts de production. Phénomène reposant essentiellement sur la psychologie des acteurs économiques, la déflation ne se matérialisera toutefois que si l'attentisme se généralise à l'ensemble de la zone, entraînant un décrochage durable des anticipations d'inflation.

¹ Dans le scénario central déterminé avant la chute récente du cours du baril de Brent. Un scénario alternatif calculé début décembre pourrait réduire cette prévision de 0,4 point.

² « *Why is euro inflation so low?* », J.-P. Landau, Voxeu du 2 décembre 2014.

³ Cas opposé à celui d'un épisode d'hyperinflation, où la dévalorisation continue de la monnaie fait tendre la demande vers zéro.

⁴ « *Que doit-on craindre de la « low-inflation » ?* », Panorama de la Coface, Décembre 2014.

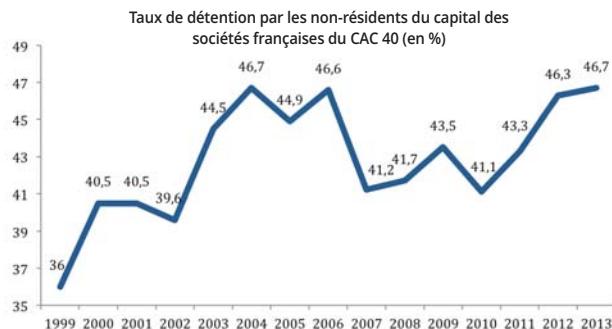
La part des non-résidents dans l'économie française

12 DÉCEMBRE 2014

Le présent flash résume les principales données disponibles en matière de détention de titres français (privés et publics) par des investisseurs non-résidents.

Entreprises du CAC 40^(I) : une détention croissante par les non-résidents

Selon une étude récente de la Banque de France¹, les non-résidents détenaient près de 500Md€ d'actions des **36 entreprises françaises du CAC 40²** au 31 décembre 2013, soit **46,7 % de leur capitalisation boursière totale³**. Malgré quelques à-coups, cette part est en progression régulière depuis le début du 21^e siècle, passant d'un peu plus d'un tiers à un peu moins de la moitié, soit une évolution significative. 2013 a marqué la troisième année consécutive de hausse après le recul de 2010 dans un contexte de tensions sur les marchés financiers. Plus modérée que les deux années précédentes, la hausse de 0,4 point du taux de détention recouvre deux mouvements opposés : d'une part, des flux contribuant positivement (à hauteur de 1,4 point) du fait de ventes nettes par les résidents français (pour 10Md€) et d'achats nets par les non-résidents (15Md€) ; d'autre part, une valorisation jouant dans l'autre sens (- 1 point) en raison d'une moindre performance des actions fortement détenues par les non-résidents. Ainsi, « *le portefeuille d'actions de sociétés françaises du CAC 40 détenu par les non-résidents n'a progressé en valeur que de 16,9 %, tandis que la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40 augmentait de 19,6 %* ».



Source : Afep à partir de Banque de France.

Dans plus de la moitié des sociétés françaises du CAC (19), la détention était supérieure à 50 %, dont 4 à plus de 60 %. En dynamique, 21 sociétés ont vu la part de leur capitalisation boursière détenue par des non-résidents augmenter, dont 4 pour plus de 6 points. Par ailleurs, 2 ont franchi le seuil des 50 %. Symétriquement, 15 entreprises ont vu le taux de détention par des non-résidents régresser, même si, parmi celles-ci, aucune n'a vu son taux de détention passer sous le seuil des 50 %⁴.

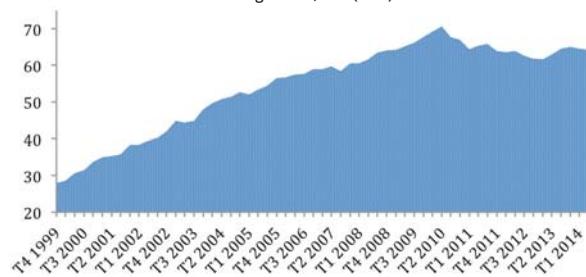
Entreprises du CAC 40 (II) : ventilation géographique et sectorielle

Grâce à une enquête annuelle du FMI, il est possible de connaître la répartition par pays de la détention des actions et des OPCVM émis par des résidents : pour le CAC, un peu **moins d'un cinquième** de la détention se trouvait **au sein de la zone euro** (18,8 %, soit 40 % de l'ensemble des non-résidents), **près de 16 % aux Etats-Unis** et 3,4 % au Royaume-Uni. Si le poids de la zone euro est relativement stable depuis quatre ans, celui des Etats-Unis a progressé. L'approche par secteur d'activité fournit également des éléments intéressants avec, d'un côté, la **santé** (57 % de détention par des non-résidents) et, de l'autre, les **services aux collectivités** (22 %). Entre ces deux pôles, les autres secteurs (biens de consommation, technologie-télécoms, sociétés financières, industrie, pétrole-gaz-matériaux de base) se situent chacun dans une fourchette comprise entre 40 % et 50 %. L'importance du poids des non-résidents se vérifie également dans d'autres grandes économies européennes : ainsi, selon la Bundesbank, le **DAX** (*Deutscher Aktienindex*, 30 entreprises) est détenu actuellement à environ **64 % par des non-résidents**, dont plus de la moitié au sein de l'UE ; au Royaume-Uni, ce taux était d'environ **55 % pour le FTSE 100** (*Financial Times Stock Exchange ou Footsie*) au 31 décembre 2012.

Dettes publiques : croissance et internationalisation

Parallèlement aux grandes entreprises, le secteur public est également concerné par un mouvement d'internationalisation de la détention. Ainsi, au 2^e trimestre (T2) 2014, la **dette négociable de l'Etat** (1 519Md€ soit environ 75 % du stock total de dette publique) était détenue à **64,2 % par des non-résidents**. Si elle stagne depuis quelques années, cette part a connu une hausse spectaculaire au cours de la première décennie du 21^e siècle, passant de 28 % fin 1999 à 70,6 % lors du pic du T2 2010. Dans un contexte de progression de la dette publique, exerçant une contrainte croissante sur le volume d'émissions, l'Agence France Trésor (AFT) a poursuivi une stratégie de **diversification de la base d'investisseurs**, dans un premier temps au sein de la zone euro puis, ensuite, au-delà de celle-ci. Par maturité, il est intéressant de noter que la part des non-résidents est supérieure pour les titres à court terme (*i.e.* inférieur à 1 an, 81 %) par rapport aux titres à moyen et long termes (63 %), même si ces derniers sont largement prédominants en volume (près de 90 % de la dette négociable). Contrairement à la CADES (Caisse d'amortissement de la dette sociale), qui émet également en devises étrangères, les titres de l'Etat ne sont émis qu'en € malgré la levée de l'interdiction légale par le Parlement en 2003.

Détention par les non-résidents de la dette négociable, Etat (en%)



Source : Afep à partir de Banque de France.

Les statistiques officielles rappellent, s'il en était encore besoin, l'internationalisation croissante de l'économie française au cours de la dernière décennie. Si elle s'insère dans le mouvement plus large de mondialisation, elle interroge toutefois sur le financement interne de l'économie et les mécanismes permettant d'orienter une plus grande part de l'épargne nationale vers le secteur productif. Internationalisation est en effet synonyme à la fois de diversification et de plus forte vulnérabilité. Afin de profiter pleinement de la première tout en réduisant la seconde, une plus forte intégration au sein de la zone euro pourrait à terme permettre d'élever le critère de non-résident des frontières nationales vers celles de l'union monétaire.

¹ « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2013 », P. Bui Quang, Bulletin de la Banque de France du 3^e trimestre 2014.

² Les quatre sociétés non-résidentes (Arcelor-Mittal, Groupe Airbus, Gemalto et Solvay) ne sont pas retenues dans l'étude.

³ Le taux est de 42,7 % si l'on considère l'ensemble des actions cotées françaises. Ces ratios sont probablement minorés par la présence au capital de certaines entreprises de l'Etat français (par exemple EDF : 84,5 %, GDF Suez : 36,7 %, Safran : 22,4 %, Renault : 15,2 % selon le rapport annuel 2014 de l'APE) : en effet, si ces titres n'étaient pas détenus par l'Etat, il est vraisemblable que des non-résidents (privés et publics) en posséderaient une part. A l'inverse, un résident en France détenant un portefeuille à l'étranger géré par un établissement non-résident tend, lui, à les majorer.

⁴ Parmi les 15 sociétés qui ont vu le ratio baisser, 7 se trouvaient déjà en deçà du seuil des 50 %.

La fragmentation financière en zone euro

28 NOVEMBRE 2014

La question de la « fragmentation financière » fait l'objet d'une attention croissante dans le débat public. Comment peut-on la définir ? Comment s'est-elle manifestée au cours des années récentes ? Quels outils mettre en œuvre pour la réduire ? Telles sont les questions abordées dans le présent flash éco.

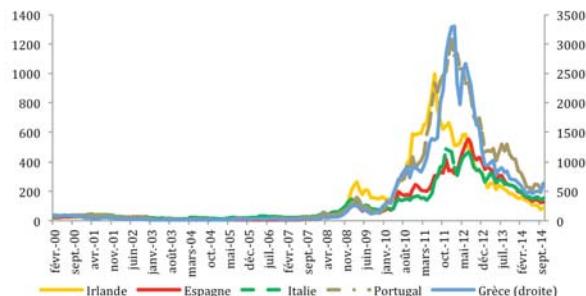
Qu'est-ce que la fragmentation financière ?

Selon une étude récente de la Banque nationale de Belgique (BNB)¹, « l'intégration financière peut se définir d'un point de vue institutionnel et juridique (de jure) ou d'un point de vue factuel (de facto) » : dans le premier cas, un marché est intégré si « tous les intervenants (...) présentant les mêmes caractéristiques pertinentes : sont confrontés aux mêmes règles lorsqu'ils décident de recourir à un ensemble donné d'instruments, ont un accès égal à ces instruments, sont traités sur un pied d'égalité lorsqu'ils opèrent sur le marché ». Dans le second, ce sont les indicateurs de volume (flux d'actifs) et de prix (rendements) qui sont observés. Quelle que soit l'approche retenue, l'intégration financière a nettement progressé au niveau mondial au cours des dernières décennies (libéralisation des mouvements de capitaux, dérèglementation et innovation financières). En Europe, elle a avancé avec l'Acte unique (libre circulation des capitaux) puis la création de l'euro (élimination du risque de change). Formellement, la zone euro est aujourd'hui un marché financier aussi intégré que les Etats-Unis ou le Japon. Pourtant, la récente crise financière a fait apparaître des replis dans les flux de capitaux et des écarts significatifs dans les conditions de financement entre les Etats partageant la monnaie unique : à rebours de l'intégration, la fragmentation financière peut donc avant tout se définir par opposition au processus suivi jusque-là (voire le retour à une situation antérieure). Plus précisément, la fragmentation peut être soupçonnée lorsque, par exemple, « les différences entre les taux d'intérêt de deux instruments financiers sont imputables exclusivement au pays d'origine des émetteurs ». Toutefois, ceci n'est pas toujours aisé à établir et le diagnostic repose largement sur un jugement normatif (l'intégration financière est-elle synonyme d'absence totale d'écarts ? Lorsque ces derniers existent, quelle part est-elle justifiée par les sous-jacents économiques ? quelle part ne l'est pas ?)².

De la sous-estimation des risques aux tensions : la fragmentation financière à l'œuvre

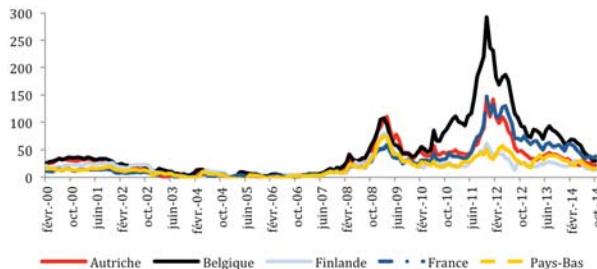
Les questions qui précèdent sont cruciales : en effet, la période allant du lancement de la monnaie unique à 2008 a vu une **compression remarquable du « spread »** (écart de taux d'intérêt sur les dettes souveraines à 10 ans) entre les différents Etats européens et l'Allemagne, point de référence historique.

Spread 10 ans vs Bund, pays "périphériques", en pts de base



Source : Afep à partir de Banque de France.

Spread 10 ans vs Bund, pays "cœur"



Source : Afep à partir de Banque de France.

Concrètement, ceci veut dire que l'Etat grec empruntait sur les marchés à seulement quelques dizaines de points de base de plus que son homologue allemand en dépit de positions économiques et budgétaires très différentes. L'homogénéisation des taux d'inflation³ et l'élimination du risque de change ont permis cette situation que l'étude de la BNB qualifie de « **convergence excessive** ». Un article de la BCE⁴ parle lui de **sous-estimation** (« *underpricing* ») **du risque** qui a pu être renforcée par l'environnement prudentiel et comptable évolutif concernant les banques et les investisseurs institutionnels (achats massifs d'obligations souveraines par les fonds de pension et les compagnies d'assurance). Avec le déclenchement de la crise financière, on a assisté à un **retournement brutal** touchant principalement les pays du « Sud » et, dans une moindre mesure, ceux du « Nord » (hausse des spreads pour des pays notés AAA). Tandis que, parmi les premiers, certains étaient contraints de se retirer des marchés, d'autres - dont l'Allemagne et la France - bénéficiaient de conditions de plus en plus avantageuses (« *flight to quality* ») allant même jusqu'à des situations inédites et peu rationnelles (**taux d'intérêt négatifs** sur certains segments, i.e. l'emprunteur est « payé pour émettre des titres »).

« SMP », « OMT » : les outils utilisés

Face à une situation de **tensions extrêmes**, marquée par un risque majeur de « redénomination de la monnaie » dans certains pays (sortie de l'euro, puis conversion des actifs dans une monnaie nationale dévaluée), les politiques budgétaires ont été nettement resserrées et la politique monétaire largement assouplie. Il faut rappeler que l'évolution des taux d'emprunt souverains a un **impact décisif sur l'économie réelle** - ménages, entreprises - via les canaux des prix (l'obligation à 10 ans sert souvent de référence), de la liquidité (hausse du coût de financement des banques si les titres de dette publique sont moins valorisés) et du bilan (pertes de valorisation). La BCE a ainsi lancé en 2010 le programme pour les

marchés de titres (**SMP**) consistant en un rachat d'obligations privées et publiques sur le marché secondaire avant de proposer, en août 2012, le principe d'opérations monétaires sur titres (**OMT**) sous certaines conditions. Contrairement au SMP, qui a conduit à un rachat de 211Md€ de titres de créances publics grecs, irlandais, portugais, italiens et espagnols, améliorant la liquidité et la profondeur sur ces marchés, les OMT n'ont, pour l'heure, pas reçu d'application concrète : malgré cela, la communication de la BCE à leur propos a eu des **effets positifs et rapides** sur les spreads. En effet, ces derniers ont fortement reflué depuis 2012, même s'ils restent supérieurs à leur niveau d'avant-crise.

Après la Grande récession, la crise des dettes souveraines en Europe a lourdement pesé sur la croissance et nécessité des mesures d'urgence inédites. Si la fragmentation financière née à cette époque demeure présente à un niveau d'intensité heureusement plus limité, il semble entendu que la compression des spreads d'avant-crise était artificielle et donc peu crédible sur la durée. Au-delà des initiatives prévues au niveau européen (union bancaire), la réduction de la fragmentation financière dépendra également de l'évolution de la conjoncture et des réformes dans chacun des Etats membres.

¹ « *Intégration et fragmentation financières dans la zone euro* », de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, BNB, Juin 2014.

² « *How to overcome fragmentation in the European financial market* », A. Dombret, Speech at the 23rd EBA, 2013.

³ Il est utile de rappeler ici le critère de convergence concernant les taux d'intérêt à long terme entre Etats membres, qui ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois Etats membres présentant la plus grande stabilité des prix.

⁴ « *The determinants of euro area sovereign bond yield spreads during the crisis* », Bulletin mensuel de la BCE, mai 2014.

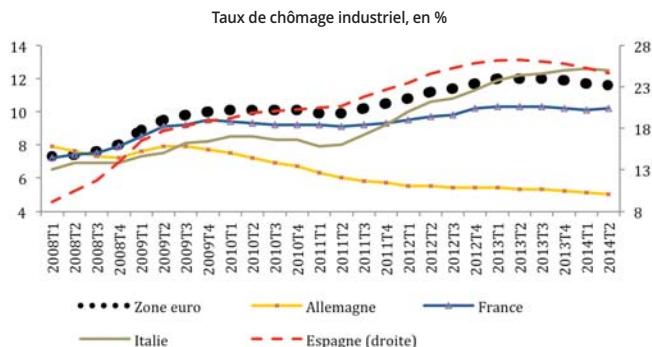
L'évolution du chômage en zone euro depuis la Grande récession

29 OCTOBRE 2014

Le haut niveau de chômage constitue la principale préoccupation de nombreux Européens. Le présent flash fait le point sur son évolution depuis le déclenchement de la Grande récession.

Comment expliquer la « double bosse » ?

Au sein de la zone euro, l'évolution du chômage depuis le début de l'année 2008 fait apparaître une courbe avec **deux « bosses »** : la **première** résulte de la contraction de l'activité pendant cinq trimestres consécutifs de 2008 à 2009 (« Grande récession »), suivie par un « plateau » (et même un léger recul) jusqu'à la mi-2011 ; la **seconde** intervient après six trimestres de récession à compter de la fin 2011. Dans une étude récente, la Banque centrale européenne (BCE) se penche sur cette évolution, qui a vu le taux de chômage passer de **7,3 %** au 1^{er} trimestre 2008 à **12,0 %** début 2013, avant de refluer légèrement par la suite, et 5,5 millions de pertes d'emplois.



Source : Afep à partir d'Eurostat.

Il ressort de l'analyse que la nette hausse du chômage observée a été fortement concentrée, à la fois d'un point de vue sectoriel, démographique et par Etat membre. Ainsi, la première étape a vu des pertes d'emplois massives dans les secteurs liés à l'**industrie** (manufacture, transports...) et de la **construction** qui ont touché la plupart des pays. De ce fait, elle a plutôt frappé les hommes que les femmes et les jeunes actifs que les seniors. Au cours de la deuxième phase, les pertes ont avant tout concerné les pays ayant connu une

hausse de leurs coûts d'emprunt (« *stressed economies* ») : Grèce, Espagne, Italie, Chypre, Portugal et Slovaquie, ce qui n'a pas empêché le chômage de progresser ailleurs (France). En revanche, le chômage s'est stabilisé dans les autres pays, reculant même dans quatre d'entre eux (Allemagne, Estonie, Irlande et Lettonie). Dans les économies en difficulté, la détérioration d'abord concentrée dans l'industrie et, surtout, la construction, s'est ensuite **étendue** au secteur des **services marchands et non marchands**, avec les effets sur l'emploi des politiques de consolidation budgétaire.

Un « miracle » allemand aidé par la démographie ?

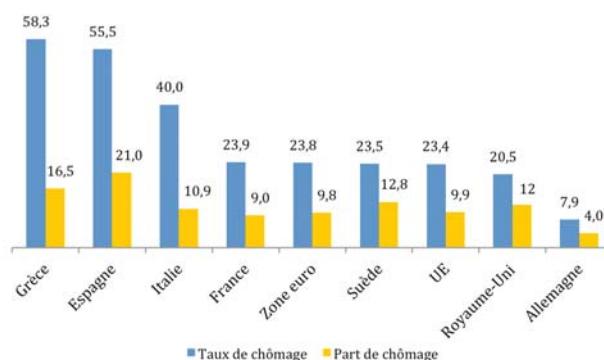
Dans une Europe en grande difficulté, la trajectoire allemande en matière de chômage apparaît singulière. En effet, alors que le taux de chômage début 2008 était supérieur à celui de la plupart des autres pays et de la zone euro, il **baisse quasi continuellement depuis le début de l'année 2010**. Compte tenu des **évolutions démographiques** à l'œuvre outre-Rhin, où la population a régulièrement diminué au cours des années 2000, certains observateurs estiment que la baisse du chômage obéit – de façon mécanique – à la contraction de la population. Toutefois, **cette explication ne semble pas pleinement convaincante**² : si la population en âge de travailler a effectivement diminué, tel n'a été pas le cas de la population active en raison d'une forte progression du taux d'activité des seniors sous l'effet de plusieurs réformes (fin des préretraites, report de l'âge de liquidation des pensions, diminution du bénéfice de l'assurance-chômage de 32 à 18 mois maximum pour les seniors...). De la même façon, le relatif dynamisme de la croissance allemande depuis le milieu des années 2000 ne peut expliquer le recul du chômage dans la mesure où, à progression du PIB équivalente, deux fois plus de créations d'emplois ont été constatées entre 2005 et 2013 qu'au cours des huit années précédentes. Dans son étude, l'INSEE avance **deux explications** à la baisse du chômage outre-Rhin : d'une part, la **modération salariale**, qui a conduit à une baisse des coûts

salariaux unitaires (la progression des salaires a été inférieure à celle de la productivité) ; d'autre part, les **réformes du marché du travail** (« Hartz » I à IV). Ces deux volets auraient permis d'attaquer le chômage structurel allemand en amont de la Grande récession. Depuis 2009, la poursuite de la baisse du chômage effectif semble plus liée à une **baisse générale des gains de productivité** : pour les entreprises, via l'activité partielle et une rétention de main d'œuvre en décalage avec les conditions conjoncturelles du fait d'une anticipation de difficultés futures de recrutement ; pour le marché du travail dans son ensemble, via la réintégration d'individus moins productifs (« *mini* » et « *midi-jobs* ») même si cela a pour effet une augmentation des inégalités de revenus.

Chômage des jeunes ou part des jeunes au chômage ? Un point de vigilance

Avec la dégradation de la conjoncture, le **chômage a fortement progressé chez les jeunes** selon le principe du « *last in, first out* » : ces derniers ont en effet, par définition, moins d'ancienneté et sont plus souvent en contrats temporaires que les autres actifs. Nettement plus cyclique, leur taux de chômage **surréagit** aux évolutions de la **conjoncture**, baissant (parfois fortement) en haut de cycle et accélérant lorsque l'activité se retourne. Au-delà des évolutions conjoncturelles, il apparaît un niveau de chômage des jeunes supérieur à la moyenne, de l'ordre de un pour deux. Si des difficultés d'insertion se posent (orientation, qualification...), cette situation s'explique également par des taux d'activité et d'emploi très inférieurs à ceux de l'ensemble de la population du fait de la poursuite d'études. C'est ici qu'une **confusion** est fréquemment commise dans le débat public : or le **taux de chômage des jeunes actifs** (près de 24 % en 2013 en zone euro) est à distinguer de la **part des jeunes au chômage** (9,8 %). Ainsi, si un jeune **actif** sur quatre est actuellement au chômage, ce n'est le cas que d'un jeune sur dix lorsque l'on considère l'ensemble de la catégorie d'âge.

Taux de chômage et part de chômage des jeunes en 2013, en %



Source : Afep à partir d'Eurostat.

Six ans après le début de la Grande récession, le taux de chômage se situe à un niveau très élevé dans la plupart des pays européens. Si la plus grande part de la hausse (2/3) constatée en zone euro serait imputable à la conjoncture, environ un tiers serait de nature structurelle avec la hausse du chômage de longue durée. Après les deux « bosses », le « plateau » ? Tel semble être le scénario central à court terme, avec un recul très faible du chômage et des situations toujours contrastées entre les pays membres.

¹ « The impact of the economic crisis on euro area labour markets », Bulletin mensuel de la BCE, octobre 2014.

² « Pourquoi le chômage a-t-il continué de baisser en Allemagne après 2007 ? », Daussin-Bénichou et Sala, INSEE, mars 2013.

Le projet de loi de finances pour 2015

1^{ER} OCTOBRE 2014

Le Gouvernement a présenté ce matin en Conseil des ministres le projet de loi de finances pour 2015, ainsi que le projet de loi de programmation des finances publiques (PJLPFP) pour la période 2014-2019. Le présent flash analyse le scénario macroéconomique et la trajectoire de finances publiques associée.

Un scénario macroéconomique plus prudent dans un contexte de fortes incertitudes

Dévoilé dans ses grandes lignes le 10 septembre dernier à l'occasion de la conférence de presse du ministre des Finances, le nouveau **scénario** macroéconomique est nettement **plus dégradé** que celui du programme de stabilité présenté en avril dernier. La croissance économique fait ainsi l'objet d'une révision importante pour l'ensemble de la période de programmation (après + 1,0 % en 2014 et + 1,7 % en 2015, elle devait atteindre + 2,25 % dès 2016). La **croissance potentielle**, soit la production qu'une économie est capable de soutenir durablement sans générer de tensions sur les prix, est également révisée de façon notable. De la même façon, le ralentissement marqué de l'inflation a conduit le Gouvernement à abaisser sa prévision. Enfin, la masse salariale privée, principale assiette des cotisations sociales, ralentirait dès cette année.

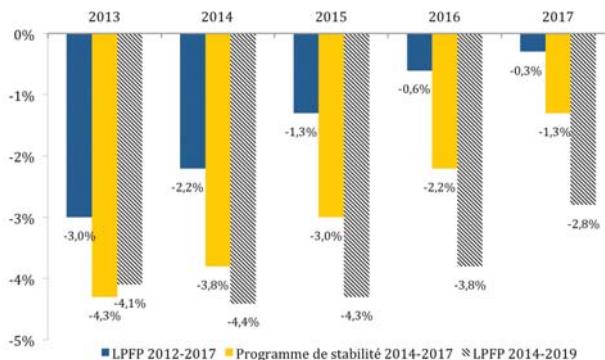
En %	2014	2015	2016	2017
PIB volume	0,4	1,0	1,7	1,9
Croissance potentielle	1,2 en moyenne 2014 - 2017			
Masse salariale privée	1,6	2,0	3,5	4,2
Prix à la consommation	0,5	0,9	1,4	1,8

Source : LPFP 2014-2019.

Une trajectoire financière qui dérive à nouveau, un endettement proche de 100 %

Votée en fin d'année 2012, la première loi de programmation (LPFP) présentait la trajectoire de redressement des comptes publics à l'horizon 2017. Compte tenu des premiers résultats de l'année en cours et de la révision du cadrage macroéconomique, le Gouvernement présente une nouvelle trajectoire dans le deuxième projet de loi de programmation de la législature.

Comparaison trajectoires 2013-2017 (solde effectif, en pts de PIB)



Sources : Afep à partir de LPFP 2012-2017, programme de stabilité 2014-2017, LPFP 2014-2019.

Le premier constat qui s'impose est celui de **l'échec** : d'un objectif de déficit à 3 % du PIB en 2013, on est passé à la même cible en 2015 puis en 2017. La **stagnation du déficit** prévue entre 2013 et 2015 marque un coup d'arrêt à l'amélioration progressive des comptes depuis 2011 et conduit à s'interroger sur la stratégie poursuivie, à la fois en termes de prélèvements obligatoires et de dépenses publiques. Le **solde structurel**, devenu l'indicateur suivi au niveau européen depuis l'adoption du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) tend à stagner (voir annexe) et ne retrouverait l'équilibre qu'en 2019. De ce fait, la **dette publique** poursuivrait sa hausse et frôlerait les 100 % du PIB en 2016.

2015 : 21Md€ d'économies par rapport au tendancier et une stabilité globale des prélèvements

2015 sera la première année de déclinaison du programme d'économies de 50Md€ par rapport à la progression « tendancielle »

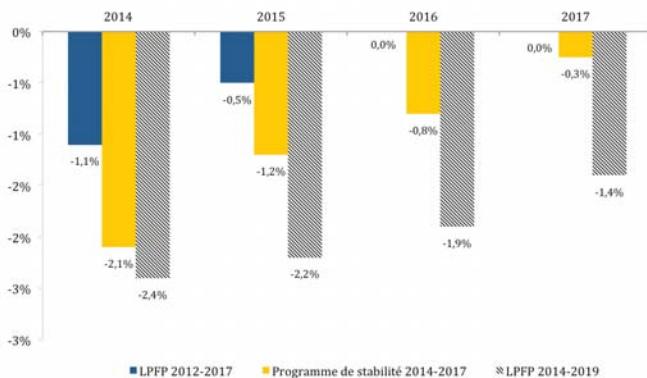
des dépenses annoncé en janvier par le Président de la République : le Gouvernement a prévu **21Md€ d'économies** qui contribueront à **freiner la dépense publique**, mais non à la diminuer (elle progresserait de 14Md€). Le taux de dépenses publiques reculerait d'environ 2 points de PIB entre 2014 et 2017. Par type de dépenses, la ventilation est la suivante : **9,6Md€ sur la protection sociale, 7,7Md€ sur les dépenses de l'Etat et de ses opérateurs, 3,7Md€ sur les collectivités locales**. En matière **sociale** (qui représente 70 % de l'écart de dépenses publiques avec la moyenne européenne), au-delà des économies résultant de réformes déjà engagées (retraites de base et complémentaires, assurance-chômage, politique familiale), le Gouvernement prévoit près de 4,5Md€ de nouvelles économies : 3,2Md€ sur les dépenses d'assurance-maladie¹, 700M€ sur la politique familiale (dont la division par trois de la « prime de naissance » à compter du deuxième enfant pour un rendement de 250M€) et 500M€ sur les dépenses de gestion des organismes de protection sociale. **Pour l'Etat et ses opérateurs**, la modération de la dépense passera par 2,4Md€ d'économies sur les dépenses d'intervention de l'Etat, 2,1Md€ sur les dépenses de l'appareil productif (achats, dématérialisation...), 1,9Md€ sur les concours aux agences et 1,4Md€ sur la masse salariale (poursuite du « gel » du point d'indice de la fonction publique). Enfin, les 3,7Md€ prévus sur les **collectivités locales** concernent les dotations versées par l'Etat et ne se traduiront par une baisse de la dépense publique au niveau agrégé que si la réduction des dotations n'est pas compensée par une hausse de la fiscalité locale. S'agissant des recettes, le taux de prélèvements obligatoires se stabiliserait sous l'effet des différentes mesures déjà votées et/ou annoncées sur les entreprises (environ 12Md€ en totalisant le CICE et les mesures du « pacte » ayant un effet en 2015) et les ménages (par ex. le nouveau dispositif de réduction du nombre de contribuables à l'impôt sur le revenu).

Dans un environnement macroéconomique européen marqué par une forte incertitude sur l'évolution future de l'activité et un risque prolongé de très faible inflation, le cadrage prudent retenu par le gouvernement s'imposait afin de limiter les risques de nouveau dérapage à un horizon proche, même s'il ne peut être totalement écarté. L'abaissement de l'hypothèse de croissance potentielle est à la fois raisonnable et inquiétant, car il tend à valider l'idée d'une perte sèche de production depuis la Grande récession, à la fois en niveau et en évolution. Dans ce contexte, la politique budgétaire est contrainte. Toutefois, invoquer le contexte conjoncturel pour expliquer l'échec de la trajectoire est abusif : la faible crédibilité budgétaire de la France n'est pas récente, tout comme sa difficulté à opérer des choix clairs en matière de dépenses publiques dès lors que le levier des prélèvements semble épuisé. D'un point de vue stratégique, la stagnation du déficit impose plusieurs remises en cause : 1) dépasser le raisonnement « tendanciel », dont les limites sont évidentes en période de faible inflation, via un objectif plus large de maîtrise de la dépense en valeur et une meilleure « gouvernance » de celle-ci ; 2) organiser un processus rationnel de réforme de l'action publique avec la présentation d'un menu d'options en amont, une discussion puis des décisions en aval qui garantissent une baisse dans la durée de la dépense ; 3) être plus exigeant dans l'étude de l'affaiblissement des assiettes taxables. Avec les nécessaires réformes « structurelles » en cours (pacte de responsabilité, projet de loi sur la croissance), ces remises en cause favoriseraient des discussions constructives avec les partenaires européens, dont l'interrogation actuelle est légitime.

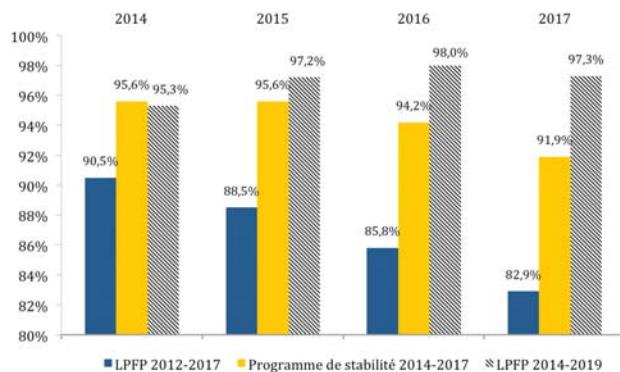
¹ Dont 1,2Md€ sur la « pertinence et le bon usage des soins », 1,1Md€ sur les produits de santé et 520M€ sur l'hôpital. Au total, l'ONDAM devrait progresser de 2,1 %, soit environ 4Md€ supplémentaires.

Annexe : comparaison des trajectoires 2014-2017

Comparaison trajectoires 2014-2017 (solde structurel, en pts de PIB)



Comparaison trajectoires 2014-2017 (dette, en pts de PIB)



Sources : LPPF 2012-2017, programme de stabilité 2013-2017, LPPF 2014-2019.

Le « quantitative easing » est-il sans risque ?

17 SEPTEMBRE 2014

Alors que le débat public évoque de plus en plus ouvertement l'opportunité pour la Banque centrale européenne (BCE) de lancer un « quantitative easing » dans un contexte de croissance atone, le présent flash organisé sous la forme d'un « questions-réponses » revient sur la nature de cette politique et s'interroge sur les risques qu'elle comporte.

Rappel : qu'est-ce que le « quantitative easing » ?

Le principe du « *quantitative easing* » (QE) est le suivant : en achetant des actifs financiers (obligations, actifs immobiliers...), la banque centrale augmente la demande pour ces derniers et donc leur prix. Or, le prix d'une obligation variant à l'inverse du taux d'intérêt, une hausse du prix réduit le taux d'intérêt. Pour la banque centrale, l'objectif est donc d'agir sur la courbe des taux (en particulier à long terme) là où son instrument traditionnel – le taux directeur – intervient à court terme. Le QE augmente la base monétaire¹ et donc aussi la taille du bilan de la banque centrale : à l'actif, ce dernier s'accroît des actifs achetés et des prêts accordés et, au passif, des liquidités émises pour acheter ces titres. Avec la stratégie de communication (« *forward guidance* », voir flash éco du 5 juin 2014) et l'assouplissement « qualitatif » (modification relative de la structure du bilan de la banque centrale par assouplissement des contreparties éligibles aux opérations de la banque), le QE est la troisième composante d'une politique monétaire « non conventionnelle ». Cette dernière est généralement activée lorsque la banque centrale se trouve face à la contrainte dite « du plancher » (« *zero lower bound* » dans la littérature économique) : en effet, le taux d'intérêt nominal de refinancement ne peut descendre en dessous de 0 %². De fait, en décidant de porter le taux d'intérêt directeur à 0,05 % le 4 septembre dernier (soit un plus bas historique), le Conseil des gouverneurs de la BCE a épuisé la marge de baisse et heurte désormais le plancher.

Achats d'« ABS », de « covered bonds »... : de quoi s'agit-il et est-ce nouveau ?

En complément des mesures décidées sur les taux d'intérêts, la BCE a annoncé le lancement en octobre d'un programme d'achat d'actifs du secteur privé : « *Asset backed securities* » (ABS) et « *Covered bonds* » (CB). Les ABS sont des titres adossés à des actifs qui permettent à l'émetteur d'alléger son bilan : crédits à la consommation, prêts étudiants... On parle de MBS « *Mortgage backed securities* » dans le cas où le sous-jacent est un crédit hypothécaire. Représentant un montant d'environ 1 500Md€ dans l'UE (soit environ un quart du total du marché nord-américain), les ABS/MBS s'inscrivent dans le cadre de la technique financière dite de la « titrisation », par laquelle des créances illiquides sont transformées en créances liquides et négociables. Les pools d'actifs constitués sont ensuite « découpés en tranches », chacune étant porteuse de rendements et de risques spécifiques (3 catégories dans la version la plus simple : *equity* pour les tranches les plus risquées, puis *mezzanine* et *senior*). Compte tenu des critiques suscitées par ce mécanisme, très décrié au moment de la crise financière en raison de ses excès et de sa capacité à propager le risque, la BCE a indiqué son intention de se restreindre aux ABS, selon la formule de son président, « *simples et transparents* ». La relance du marché de la titrisation fait partie des objectifs explicitement affichés par la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE) afin de compléter l'offre de financement à l'économie. Les CB sont, elles, des obligations « sécurisées » adossées généralement à des créances hypothécaires ou à des créances du secteur public. A la différence des ABS, le collatéral des CB reste inscrit au bilan de l'émetteur. Si l'achat par la BCE de titres de type ABS sera une nouveauté (même si elle les

admet déjà sous forme de collatéraux), tel n'est pas le cas du programme relatif aux CB : en effet, la banque centrale a déjà procédé à un **achat de 60Md€ de CB au plus fort de la crise en 2009**. Toutefois, l'ampleur de ce plan (0,5 % du PIB) a été inférieure à ceux de la Fed (2 %) et, surtout, de la BoE (8 %).

Quels sont les risques du « quantitative easing » ?

Risque n° 1 : reculer pour mieux sauter ? A en croire certains participants au débat public, la mise en place d'un QE « à l'européenne » agirait de façon quasi instantanée sur les acteurs économiques, relancerait la croissance et écarterait le risque de déflation. Cette vision est problématique car elle postule implicitement que seule la banque centrale peut « sauver » la situation. Elle conduit donc à décharger de leurs responsabilités les autres acteurs de la politique économique (gouvernements nationaux, Commission européenne) et **accroît donc le risque d'inaction** de ces derniers. Pourtant, un consensus relativement fort existe sur le fait que la politique monétaire a vocation, dans ces circonstances, à « acheter du temps ». La question fondamentale est donc de savoir comment serait utilisé ce temps par les autres acteurs³.

Risque n° 2 : toujours plus de risques ? En théorie, le QE de la BCE peut prendre deux formes⁴ : 1) le rachat d'actifs risqués privés (ABS...) ou publics (dettes du « Sud ») et 2) le rachat d'actifs publics sans risque (dette allemande). Dans le premier cas, l'opération aura pour conséquence de faire baisser les primes de risque sur les actifs achetés. Dans le second cas, elle pousserait à la baisse des taux obligataires déjà très bas (1 % pour le Bund à 10 ans) et resserrerait également les primes de risque (la nouvelle liquidité pourrait en effet être utilisée pour acheter des actifs risqués comme cela a été constaté dans les pays mettant en place le QE). Dans les deux cas,

l'opération peut donc se solder par une incitation pour les investisseurs à rechercher des rendements sur des **actifs de plus en plus risqués**. Dès lors, le QE peut mener à la formation de **bulles d'actifs**, dont la croissance poserait de sérieux problèmes de stabilité financière.

Risque n° 3 : un bilan dégradé ? Lorsque l'on évoque le QE, la question de la qualité du bilan de la banque centrale est rarement posée. Pourtant, il s'agit là d'un point d'importance : au fur et à mesure de la crise, les banques centrales sont devenues, selon la formule de Nouriel Roubini (voir flash éco du 18 octobre 2013) des « investisseurs en dernier ressort » en prenant en portefeuille des actifs non désirés par les autres acteurs économiques. Les risques de taux (si les taux longs montent, une cession peut entraîner une perte financière) et de change (si la monnaie locale s'apprécie pour les banques disposant d'importants volumes d'actifs en devises) sont concrets : en effet, la BCE s'applique les règles de la comptabilité privée, ce qui signifie que **toute perte en capital impliquerait une recapitalisation de la part des Etats**. Ceci pose immédiatement la question de l'indépendance de l'institution face au pouvoir politique en cas de crise. Toutefois, plusieurs économistes contestent la pertinence de ces règles et indiquent que, contrairement aux autres acteurs, le passif d'une banque centrale (billets...) n'est pas exigible.

In fine, quels effets sur l'économie réelle ? S'il est difficile d'anticiper précisément quels seraient les effets sur l'économie réelle d'un QE à l'européenne, l'expérience des pays ayant déjà pratiqué cette politique (Japon, Royaume-Uni, Etats-Unis) fournit quelques résultats importants : tout d'abord, le **risque inflationniste** d'une telle politique et **son impact sur la croissance semblent tous deux limités** ; ensuite, ses effets redistributifs sont à considérer (la hausse du prix des actifs découlant du QE bénéficierait avant tout aux

ménages les plus aisés compte tenu de la ventilation du patrimoine) ; enfin, son efficacité suppose une forte ampleur : selon certaines études, l'achat par la Fed de 600Md\$ aurait permis de réduire le taux des obligations à 10 ans du Trésor américain dans une fourchette comprise entre 15 et 25 points de base.

Souvent évoquée dans le débat public et discutée au sein même du Conseil des gouverneurs de la BCE, la probabilité d'un « QE à l'européenne » a progressé au cours des derniers mois. Faut-il pour autant croire au « miracle » si une telle politique devait être mise en place ? Une analyse plus attentive montre que le QE pourrait avoir des effets bénéfiques sur une durée limitée mais qu'il ne se substituerait en aucun cas aux autres actions de la politique économique et présenterait même de sérieux risques pour l'avenir. En ce sens, le QE doit être vu comme un moyen et non une fin, un instrument au service des réformes et non une alternative aux réformes. Le raisonnement inverse conduirait à la remise en cause de l'euro.

¹ Il est utile de rappeler que, en temps normal, la création monétaire est principalement le fait des banques commerciales en vertu du principe « les crédits font les dépôts ».

² Le taux de la facilité de dépôt a lui été porté à - 0,2 % le 4 septembre, mais il ne concerne que les opérations de placement des éventuels excès de liquidités des institutions financières auprès de la BCE.

³ Selon L. Bini Smaghi, ancien membre du directoire de la BCE: "Are investments more sensitive to the promise of low interest rates for a prolonged period of time or to the medium-term fiscal uncertainty that such low interest rates involuntarily produce?"

⁴ Voir Flash marchés de Patrick Artus du 2 avril 2014 : « Quel type de Quantitative easing pour la BCE ? ».

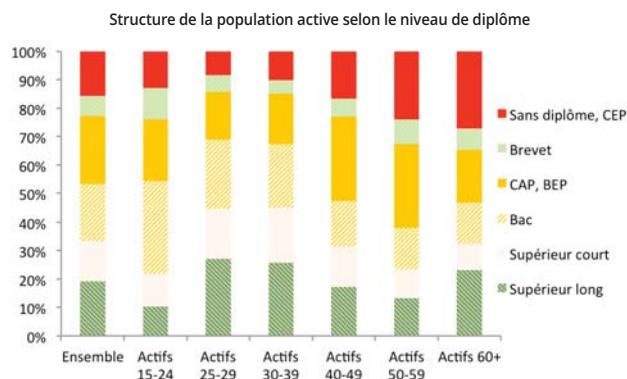
Qualification et insertion professionnelle : évolution récente

18 JUILLET 2014

Le présent flash revient sur une étude récente en matière d'insertion professionnelle des jeunes, en rappelant au préalable les principales caractéristiques de la structure des qualifications de la population active française.

Une population active de plus en plus qualifiée...

En 2012, la **structure de la population active** par qualification en France faisait apparaître la photographie suivante : environ un **tiers de diplômés du supérieur**, un **cinquième de bacheliers**, un quart au niveau CAP/BEP, moins de 10 % au niveau du brevet des collèges et le reste (16 %) **sans diplôme** ou disposant du certificat d'études primaires (CEP) abrogé en 1989. Toutefois, la moyenne masque des **réalités très contrastées** en fonction de la catégorie d'âge observée. Ainsi, en traitant séparément la catégorie 15-24 ans, dont la situation vis-à-vis du diplôme n'est pas toujours stabilisée, on constate une **qualification de la population active décroissante en fonction de l'âge** : plus d'un actif sur quatre de la tranche d'âge 25-29 ans était diplômé du supérieur long (au-delà de bac +2), contre 17 % pour les 40-49 et 13 % pour les 50-59. Au niveau du bac, cela concernait 24 % de la classe 25-29 contre, respectivement, 16 % et 14 %. Le croisement s'opère pour les diplômés de niveau inférieur au bac : 17 % de détenteurs de CAP/BEP chez les 25-29 ans, contre 30 % pour les 40-49 ans et les 50-59 ans, ou encore 8 % sans diplôme/niveau CEP chez les 25-29 contre 16 % chez les 40-49 et 24 % chez les 50-59 ans. La catégorie des actifs de 60 ans et plus semble atypique : en effet, la part de diplômés du supérieur long est proche de celle des 25-29 ans, mais la part de sans diplômés/CEP est la plus élevée toutes catégories confondues. Compte tenu du caractère pivot des 60 ans en France (âge légal d'ouverture des droits jusqu'à la réforme des retraites de 2010), qui marque pour la plupart des actifs la fin de la vie professionnelle et l'entrée en retraite, on peut faire l'hypothèse que les personnes demeurant au sein de la population active après cet âge appartiennent aux catégories qui ont réalisé des études longues, dont le départ à la retraite s'organise plutôt autour de l'âge du taux plein (65 ans jusqu'à la réforme de 2010) et, à l'autre extrême, les moins diplômés aux carrières incomplètes quittant le marché du travail le plus tard possible afin d'améliorer leur pension.

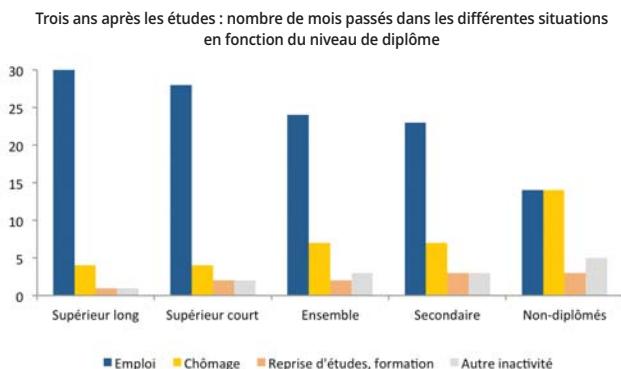


Source : Afep à partir d'INSEE (Enquête emploi).

...et une insertion professionnelle qui dépend plus étroitement du diplôme obtenu

Dans une étude récente¹, le Céreq (Centre d'études et de recherches sur les qualifications) a présenté les résultats de la sixième édition de ses enquêtes d'insertion. Au printemps 2013, 33 000 jeunes de France métropolitaine issus de tous les niveaux de formation à la fin de l'année scolaire 2009-2010 ont répondu à une enquête téléphonique ayant pour objectif la connaissance des conditions d'accès à l'emploi en fonction de la formation initiale suivie et de caractéristiques individuelles (origines nationale et sociale, genre). Son intérêt principal est la description mois par mois des situations d'activité rencontrées par les jeunes entre la sortie de formation et la date de l'enquête, conduite d'avril à juillet 2013, que l'on peut ensuite comparer aux résultats des enquêtes précédentes. Le premier point qui ressort de cette étude est la **progression du chômage pour la très grande majorité des catégories** : en 2013, trois ans après leur sortie du système éducatif, **deux jeunes actifs sur dix (22 %) étaient encore en recherche d'emploi**, soit 8 points

de plus qu'en 2007 (pour la génération sortie en 2004). Hormis trois catégories (bac +2/+3 en santé, écoles d'ingénieurs, doctorat), les dix autres ont vu le chômage augmenter, parfois dans des proportions spectaculaires : **+ 16 points pour les non-diplômés** (de 32 % à 48 %), + 15 points pour les détenteurs d'un CAP/BEP (de 17 % à 32 %), + 6 points pour les détenteurs d'un Master 2 de niveau bac + 5 (de 6 % à 12 %). L'insertion professionnelle de cette génération s'est déroulée dans des conditions difficiles, son arrivée sur le marché du travail en 2010 coïncidant avec la forte poussée du chômage suite à la Grande récession².



Source : Afep à partir de Céreq (génération 2010). Supérieur court jusqu'à bac +4 inclus.

Si la progression du chômage a concerné la plupart des nouveaux entrants, elle a été particulièrement forte chez les **non-diplômés** : sur les trois ans étudiés, ces derniers ont passé en moyenne **14 mois au chômage**, soit le double de la moyenne (7 mois) et une progression d'un trimestre par rapport à la génération précédente. Comme le souligne l'étude, **« en moyenne, les non-diplômés de cette génération ont passé autant de temps au chômage qu'en emploi »**. Surtout, alors que les conditions globales d'emploi des jeunes ne

semblent pas s'être dégradées une fois passée la phase d'insertion (stabilité de la part des EDI³, légère hausse du salaire médian à la première embauche), celles relatives aux non-diplômés font apparaître une baisse de la part des EDI et une hausse des emplois à temps partiel contraint. Pour cette catégorie, seuls quatre jeunes en emploi sur dix étaient en EDI trois ans après leur sortie du système, contre près de 7 sur 10 pour la moyenne nationale et 8 sur 10 pour les diplômés du supérieur long.

La montée en qualification de la population active est une réalité incontestable qui se traduit par une exclusion accrue des non-diplômés. De fait, près de quatre chômeurs sur dix sont sans diplôme ou disposent d'un niveau d'études au plus égal au brevet des collèges/CEP (ce ratio est de 80 % au niveau bac). Il faut donc agir sur l'offre de travail en réduisant au maximum les cas de décrochage. Pour autant, cette action ne pourra à elle seule résoudre l'ensemble des difficultés si l'appariement avec la demande de travail n'est pas nettement amélioré en parallèle. En particulier, il faudrait aussi veiller à limiter les excès inverses du type « course aux diplômes », surtout lorsque cette dernière se fait indépendamment des besoins actuels et futurs des entreprises, augmentant les risques de surqualification et donc de frustration.

¹ « Face à la crise, le fossé se creuse entre niveaux de diplôme », Enquête 2013 auprès de la génération 2010, Bref du Céreq n° 319, C. Barret, F. Ryk, N. Volle, mars 2014.

² 4,6 millions d'inscrits à Pôle emploi en septembre 2010 et un taux de chômage au T3 2010 de 8,8 % (France métropolitaine).

³ « Emplois à durée indéterminée » : CDI, fonctionnaire, emploi non salarié.

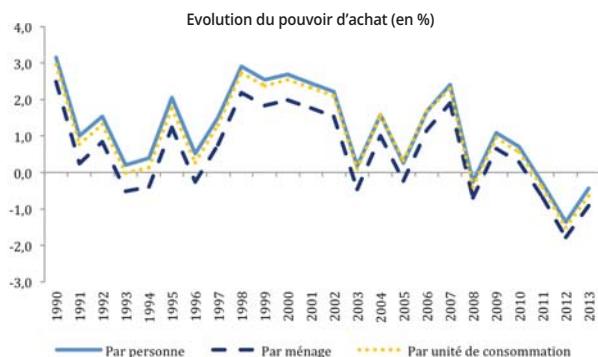
Quelle France depuis dix ans ? Les deux « P »

11 JUILLET 2014

Faisant écho au récent rapport « Quelle France dans dix ans ? » remis récemment au Président de la République, le présent flash revient sur l'évolution depuis dix ans de deux indicateurs majeurs du point de vue macroéconomique : le pouvoir d'achat des ménages et la productivité du travail.

Une décennie de stagnation du pouvoir d'achat ?...

Au plan macroéconomique, différents concepts sont employés pour qualifier les revenus des ménages. Le **revenu disponible brut** est le revenu à la disposition des ménages pour consommer et épargner. Il comprend l'ensemble des revenus d'activité, des revenus du patrimoine et les prestations sociales, auxquels sont soustraits les impôts directs et les cotisations sociales. L'évolution du **pouvoir d'achat** du revenu disponible brut mesure l'écart entre celle du revenu disponible brut et celle du prix des dépenses de consommation des ménages. Pour se rapprocher d'une notion plus individuelle du pouvoir d'achat, sa progression est rapportée à des variables démographiques (personne, ménage, unité de consommation').



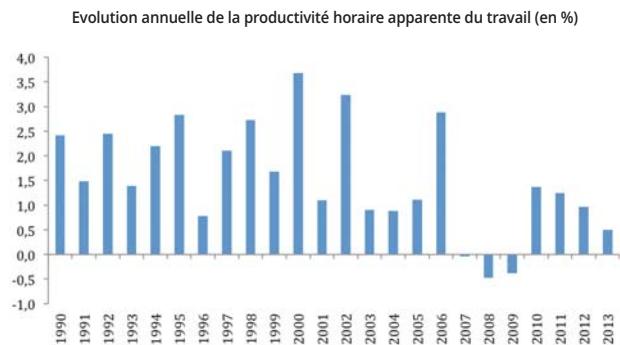
Source : Afep à partir d'INSEE.

Entre 2003 et 2013, le pouvoir d'achat par ménage a stagné en moyenne, et augmenté très faiblement par personne et par unité de consommation. Ceci s'explique par la **décélération du revenu disponible brut**, en lien avec la dégradation de la conjoncture économique, alors même que l'évolution des paramètres démographiques (croissance de la population et du nombre de ménages) restait semblable à celle de la décennie précédente. Ainsi, le **nombre**

de ménages augmente en moyenne chaque année de 1 % en France en raison du vieillissement de la population et de la « décohabitation » (divorces etc.). Pour progresser, le pouvoir d'achat réel (i.e. après prise en compte de l'inflation) doit donc croître à un rythme supérieur à ce taux. En 2013, le pouvoir d'achat a reculé pour la troisième année consécutive, soit une première depuis le milieu des années 1980 (années 1983 à 1985).

... ainsi que de la productivité du travail ?

La productivité apparente du travail est mesurée par le ratio valeur ajoutée (en volume) / volume de travail mis en œuvre dans le processus de production. Ce dernier peut être défini en termes d'heures travaillées (productivité « horaire ») ou en termes de personnes en emploi (productivité « par tête »). D'un point de vue économique, une hausse de la productivité signifie, à ressources constantes, une croissance de la production par une meilleure organisation du travail, du processus de fabrication... Toutes choses égales par ailleurs, elle permet de réduire les coûts salariaux unitaires, ce qui a un effet favorable sur les marges des entreprises (voir point 3).



Source : Afep à partir d'INSEE.

Entre 2003 et 2013, la productivité du travail a faiblement progressé en France avec une croissance moyenne inférieure à 1 % par an, soit environ la moitié du rythme constaté lors de la décennie précédente. Les reculs observés en 2008 et 2009 s'expliquent par le « cycle de productivité » : en temps de crise, la production baisse plus fortement que la quantité de travail. A l'inverse, en phase de redémarrage, la productivité progresse car le facteur travail est utilisé de façon plus intensive avant de procéder à de nouvelles embauches. Dans le débat sur la productivité française, une confusion est à éviter entre son niveau (élevé en comparaison internationale²) et sa dynamique au cours des années récentes, en nette décélération à l'instar de la plupart des pays depuis le milieu des années 70, à certaines exceptions près (Etats-Unis et Espagne).

Au cours de la décennie écoulée, les évolutions du pouvoir d'achat des ménages et de la productivité du travail traduisent l'impact de la Grande récession sur l'économie. Elles peuvent expliquer le sentiment actuel d'attente, disjoint mais convergent, des ménages et des entreprises. On notera en effet que le taux de marge de ces dernières est à son plus bas niveau depuis le milieu des années 1980, ce qui coïncide avec la dernière phase de baisse prolongée du pouvoir d'achat des ménages.

Productivité et marges des entreprises, quelles interactions ?

Traditionnellement, la comptabilité nationale décompose les variations du taux de marge en cinq facteurs : la productivité du travail, le ratio prix de la valeur ajoutée/prix à la consommation (« termes de l'échange ») et les autres éléments, ainsi que le salaire réel par tête et le taux de cotisation sociale. Si les trois premiers jouent positivement sur le taux de marge, les deux derniers ont, eux, un impact négatif sur celui-ci. En pratique, l'écart entre la croissance du salaire et celle de la productivité détermine largement l'évolution du taux de marge, même si le facteur des termes de l'échange peut également avoir une influence dans la mesure où il reflète en partie les variations du prix du pétrole. Entre le T4 2003 et le T4 2013, le taux de marge des entreprises non financières a reculé de 4 points : la productivité a contribué positivement (+ 4,5 points), alors que le salaire par tête a joué dans l'autre sens (- 6,8 points) tout comme les termes de l'échange (- 2 points) dans un contexte de relative stabilité des taux de cotisation et autres éléments (+ 0,3 au total).

¹ Système de pondération attribuant un coefficient à chaque membre du ménage et permettant de comparer les niveaux de vie des ménages de tailles ou de compositions différentes (1 UC pour le premier adulte du ménage, 0,5 pour les autres personnes de 14 ans ou plus et 0,3 pour les enfants de moins de 14 ans).

² Il est admis que ce niveau de productivité est en partie artificiel car il repose sur l'exclusion (totale ou partielle) de 6 millions de personnes du marché du travail.

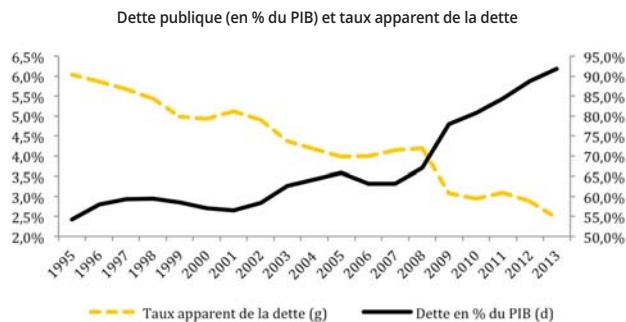
Quelle France depuis dix ans ? Les deux « D »

4 JUILLET 2014

Faisant écho au récent rapport « Quelle France dans dix ans ? » remis au Président de la République la semaine dernière, le présent flash revient sur l'évolution depuis dix ans de deux indicateurs majeurs du point de vue macroéconomique : la dette publique et la démographie.

Une dette publique plus élevée, mais toujours « moins chère » ?

La dégradation des comptes publics français remonte au début des années 70, avec un dernier exercice équilibré recensé en 1974, soit il y a 40 ans. Les causes de cette dégradation sur les « flux » ont été amplement documentées, tout comme ses conséquences sur le « stock » : une dette publique dont la part dans le PIB a plus que quadruplé en 35 ans. Un phénomène moins discuté est celui du coût de cette dette croissante : au sein des dépenses publiques, la comptabilité nationale isole la ligne « Intérêts » (D41). En rapportant cet agrégat au stock annuel moyen de dette, on mesure le **taux d'intérêt apparent** de la dette publique. La charge d'intérêt de la dette répond à deux effets : un effet « prix » (lié à l'évolution des taux d'intérêt) et un effet « volume » (lié à l'augmentation de l'encours).



Source : Afep à partir d'INSEE.

Prolongeant un mouvement entamé il y a une vingtaine d'années, **le taux apparent de la dette** a fortement reculé au cours de la période 2003-2013, passant de **4,4 % à 2,5 %** alors que, dans le même temps, la dette publique augmentait de 30 points de PIB. Ce **paradoxe** s'explique par la nette domination de l'effet « prix » sur

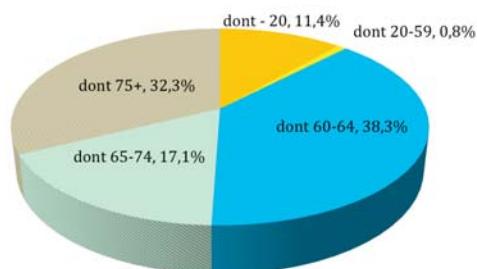
l'effet « volume » : en dépit d'une hausse historique du stock d'endettement liée notamment à l'impact massif sur les finances publiques de la Grande récession, la **baisse des taux d'intérêt** sur longue période a abaissé les coûts de financement des administrations publiques à des niveaux très faibles et donc plus que compensé la dégradation des comptes. Le marché de la dette publique étant un marché de dimension mondiale, la France a clairement bénéficié au cours des années récentes de la monnaie unique, ainsi que de la divergence entre le cœur de la zone € (Allemagne, pays du « Nord »), dont les taux ont baissé, et les pays du « Sud » (Italie, Espagne...), contraints par une hausse sensible des coûts de financement¹. Si la France avait eu en 2013 le même taux apparent sur sa dette qu'il y a dix ans, elle aurait dû verser des **intérêts supérieurs de près de 80 %** à ceux effectivement acquittés. Par rapport à la loi de finances initiale pour 2013, des économies sur la dépense de l'Etat ont même été constatées en exécution à hauteur de 2Md€ en 2013. Pour l'avenir, l'Agence France Trésor (AFT) chiffre l'impact budgétaire d'une hausse de 1 % sur l'ensemble des taux relatifs à la dette de l'Etat à 2,2Md€ la première année, puis 5Md€ la deuxième et 10Md€ au bout de 5 ans.

Démographie : une croissance « par le haut » de la population...

En dix ans, la **population française** est passée de 62,2 millions d'habitants à **65,8 millions**, soit près de 3,6 millions d'habitants supplémentaires. Le solde naturel, soit l'écart entre le nombre de naissances et le nombre de décès, a contribué à l'évolution globale à hauteur de près de 80 %, contre 20 % pour le solde migratoire (entrées sur le territoire - sorties) et l'ajustement statistique. Par **catégorie d'âge**, la décomposition de cette hausse est saisissante : en effet, seulement 12 % est attribuable à l'évolution des catégories 0-19 ans et 20-59 ans, contre **88 % pour les 60 ans et plus**. En

particulier, la catégorie 75 ans et plus explique à elle seule près d'un tiers de la hausse constatée. Cette croissance démographique « par le haut » est due à l'avancée en âge des générations du baby boom et de la baisse de la mortalité des seniors.

Décomposition de la croissance de la population entre 2004 et 2014



Source : Afep à partir d'INSEE.

S'il pose de redoutables questions financières et sociales (financement des retraites et de la dépendance du « 4^{ème} âge »...), ce **vieillessement « par le haut »** est sans doute préférable à ce que les spécialistes nomment un vieillissement « par le bas », c'est-à-dire le non-renouvellement des générations et la baisse de la population active. La France se caractérise en effet par une fécondité élevée relativement aux autres pays européens, qui s'est maintenue à son niveau (2 enfants/femmes) au cours de la décennie écoulée.

... qui se retrouve sur le marché du travail

Ce mouvement démographique a eu une conséquence directe sur le **marché du travail** : entre 2002 et 2012 (dernières données disponibles), la population active de 15 à 64 ans a augmenté d'environ 170 000 personnes par an. Toutefois, cette hausse

moyenne a été intégralement portée par la **croissance de la tranche 50-64 ans** (+ 200 000) alors que les deux autres catégories contribuaient de façon négative (-10 000 pour les 15-24 et -20 000 pour les 25-49). De façon cumulative, cela a donc représenté **2 millions d'actifs supplémentaires âgés de 50 à 64 ans**, d'où une forte contrainte sur l'équilibre entre l'offre et la demande de travail sur ce segment de la population. La hausse de l'activité des 50-64 ans s'explique également par l'impact de certaines mesures de politiques publiques (par exemple la fin de la dispense de recherche d'emploi ou les réformes successives des retraites) ainsi que par la poursuite de la féminisation de la population active, particulièrement marquée chez les 55-64 ans.

Dettes publiques et démographie : voici deux indicateurs qui ont marqué la décennie écoulée et demeureront au centre des attentions de celle à venir. En matière d'endettement, le paradoxe d'une dette toujours plus élevée mais toujours moins chère explique sans doute le retardement de l'ajustement budgétaire en France, la baisse des taux apparents agissant tel un analgésique. Si un environnement de taux faibles n'est pas à exclure pour les années à venir, une remontée semble inévitable à terme (mais quand ?). D'un point de vue démographique, les mutations en cours imposent sans doute de revoir l'organisation de l'activité économique, à la fois du point de vue des politiques publiques, mais également des entreprises.

¹ Il faut toutefois indiquer que le mouvement historique de baisse des taux apparents a été observé ailleurs en Europe, y compris dans le « Sud » grâce à la monnaie unique. Depuis le regain de tension sur les titres souverains, on constate une divergence entre les deux catégories de pays (poursuite de la baisse dans le « Nord » y compris France et remontée dans le « Sud »).

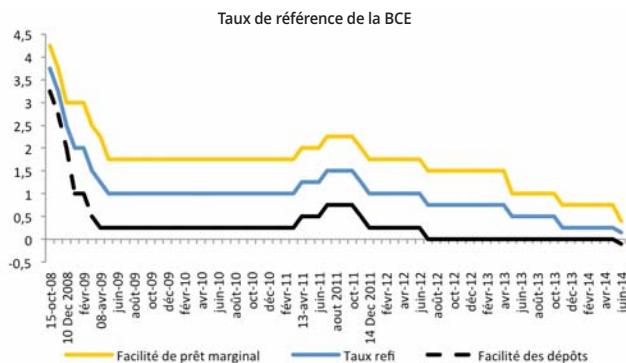
Politique monétaire européenne et stratégie de communication

5 JUN 2014

Comme cela était anticipé depuis le mois dernier, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'assouplir à nouveau sa politique monétaire à l'occasion de sa réunion mensuelle. Le présent flash revient sur les mesures annoncées ainsi que sur le concept important de « forward guidance ».

Un nouvel assouplissement historique de la politique monétaire de la BCE

Jeudi 5 juin 2014, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté les mesures suivantes : 1) baisse du taux de refinancement de 0,25 % à 0,15 % ; 2) baisse du taux de prêt marginal (fourniture de liquidités au jour le jour, plafond du marché interbancaire) de 0,75 % à 0,40 % ; 3) baisse du taux de facilité des dépôts (placement d'excédents de trésorerie, plancher) de 0 % à -0,1 %.



Source : Afep à partir de BCE.

Ces décisions portent les taux à des niveaux **historiquement bas** pour la zone euro. En particulier, l'action de passer le taux de facilité des dépôts en territoire négatif constitue une première pour l'institution (même si cela a déjà été pratiqué dans d'autres pays comme au Danemark ou en Suède) : ainsi, la rémunération des excédents de trésorerie deviendra négative, ce qui signifie que les institutions financières « paieront » pour placer leurs liquidités auprès de la banque centrale. Au cours de son intervention, le président de la BCE, Mario Draghi, a également annoncé un « paquet » de mesures en direction de l'économie réelle et des marchés via les futures opérations « **TLTRO** » (« *Targeted longer term refinancing*

operations », à l'horizon de septembre 2018) et les achats d'ABS (« *Asset-backed securities* »), ainsi que la suspension des opérations de « stérilisation » monétaire. Ceci devrait permettre une remontée très progressive de l'inflation (0,7 % en 2014, 1,1 % en 2015 et 1,4 % en 2016).

De l'importance de la communication par temps de crise : objectifs et formes du « forward guidance »

Depuis la conférence de presse faisant suite à la réunion de juillet 2013 au cours de laquelle Mario Draghi avait déclaré « *The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time* », le concept de « **forward guidance** » (ou « guidage prospectif ») a été popularisé par les médias. Sa définition est relativement simple : on parle de forward guidance dès lors que la banque centrale communique en amont sur l'orientation future de la politique monétaire (trajectoire des taux directeurs). Cette orientation est toutefois conditionnée aux perspectives d'inflation dans la mesure où l'objectif de la BCE est la stabilité des prix (depuis 1998, inflation à moyen terme proche mais inférieure à 2 %). Cette stratégie de communication a **deux objectifs** principaux¹ : premièrement, conforter la politique monétaire accommodante quand les taux sont proches du plancher du fait de circonstances économiques relativement exceptionnelles en assurant les investisseurs que ces derniers ne seront pas relevés pendant une durée supérieure à leurs attentes ; deuxièmement, réduire la volatilité de marché. L'importance de la communication de la banque centrale est souvent mise en avant par la littérature² du fait du triptyque indépendance-transparence-responsabilité, considéré comme central pour la crédibilité d'une banque centrale. Par temps de crise, elle s'impose comme l'un des trois leviers d'une politique « **non conventionnelle** » (avec les assouplissements « quantitatifs » et « qualitatifs », voir flash éco du 18 octobre 2013). Elle complète utilement les instruments classiques de la politique

monétaire (au premier rang desquels les taux directeurs), dont l'influence est généralement limitée au court terme, la courbe des taux à moyen et long termes dépendant en grande partie des anticipations de marché concernant les décisions futures de la banque centrale et l'évolution de l'inflation. A cet égard, la question de l'ancrage des anticipations en matière d'inflation est centrale pour la politique monétaire, le but de cette dernière étant de les maintenir à un niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix tel que défini en 1998.

Du point de vue de l'action menée par la BCE, la stratégie du forward guidance constitue une **rupture importante** avec le passé : ainsi, Jean-Claude Trichet, prédécesseur de M. Draghi, avait pour habitude d'employer l'expression « *We are never pre-committed* », marquant de la sorte son refus de se « lier les mains » sur les décisions à venir. Cette question fait écho au débat académique « *rules vs discretion* » depuis le début des années 80 : en d'autres termes, la banque centrale doit-elle suivre une règle prédéfinie (par exemple la règle dite « de Taylor ») ou agir de façon discrétionnaire ?

Dans l'article de la BCE, une typologie en **quatre catégories** est établie en matière de forward guidance :

- une approche « **qualitative pure** », la plus souple car « inconditionnelle », selon laquelle la banque centrale se contente d'indiquer qu'elle poursuivra une politique donnée pendant une période prolongée, sans aucune autre référence (pas de date de fin ni d'indicateur explicite) ;
- une approche « **qualitative conditionnelle** », qui décrit les conditions macroéconomiques sous lesquelles la politique sera poursuivie ;
- une approche « **calendaire** », qui indique la fin de l'orientation à une date donnée ;
- une approche en fonction des « **résultats** », où l'orientation de politique monétaire est directement liée à des indicateurs macroéconomiques (niveau du chômage, inflation...).

Jusqu'à maintenant, la BCE s'est surtout appuyée sur le deuxième type d'approche, plus souple que les deux dernières tout en étant plus restreinte que la première, réservée à des situations de tension. En revanche, la Réserve fédérale (de la fin 2012 jusqu'à mars 2014) et la Banque d'Angleterre (depuis août 2013) ont opté pour une stratégie reposant sur des indicateurs précis (par ex. taux de chômage de 7 % pour la BoE), même si la Fed a explicitement annoncé son intention de revenir à des considérations plus qualitatives. Si la stratégie de forward guidance de la BCE a moins d'un an, elle a déjà produit des résultats sur les marchés monétaires, avec une détente de la courbe des taux à moyen terme et une moindre sensibilité des marchés à la publication de données macroéconomiques.

Très attendue, la décision (prise à l'unanimité) de la BCE d'amplifier sa politique monétaire « non conventionnelle » s'inscrit dans un contexte de croissance et d'inflation faibles. Au-delà des actions concrètes, il est évident que la stratégie de communication a pris une place encore plus importante qu'avant : alors que les marges de manœuvre « traditionnelles » sont quasi épuisées dès lors que les taux sont proches du plancher, le forward guidance s'apparente à un levier majeur au service de la lutte contre la « trappe à liquidité ». Si les mesures annoncées devraient produire des effets positifs pour l'activité, la politique monétaire ne pourra résoudre à elle seule l'ensemble des problèmes des pays de la zone euro.

¹ Voir l'article « *The ECB's forward guidance* » dans le bulletin mensuel de la BCE, avril 2014.

² Voir par exemple « *Communication, transparency, accountability: monetary policy in the 21st century* », O. Issing, Federal Reserve Bank of Saint Louis review, mars/avril 2005.

Trois questions sur les salaires en France

20 FÉVRIER 2014

Prenant la forme d'un « questions-réponses », le présent flash vise à éclairer trois enjeux en matière de salaires en France.

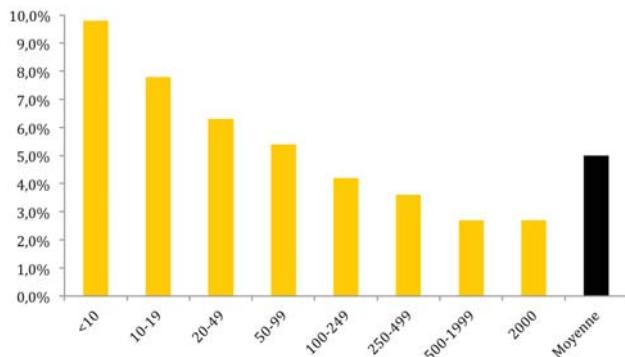
Que faut-il penser du niveau du SMIC en France ?

Le **niveau du SMIC** en France fait souvent l'objet de débats animés : faut-il l'augmenter, plus ou moins fortement, pour dynamiser la consommation (cf. la proposition de certains de relever le SMIC mensuel à 1 700€ bruts, soit + 18 % par rapport au niveau actuel), ou faut-il le stabiliser (voire le réduire), pour favoriser la compétitivité des entreprises ? Derrière cette question, **deux effets macro-économiques s'opposent** : l'effet « revenu » et l'effet « prix ». D'un côté, une hausse du SMIC augmente le pouvoir d'achat d'agents économiques dont la propension à épargner est faible, d'où une hausse de la demande ; de l'autre, le coût du travail augmente dans l'économie, même si cette hausse est contenue au niveau des bas salaires par l'existence d'allègements de cotisations (voir point suivant), d'où un coût significatif pour les finances publiques (20Md€ en 2012). Bien que les modèles économiques n'apportent pas de réponse tranchée pour savoir lequel des deux effets l'emporte dans l'absolu (cela dépend du pays, du contexte économique...), une approche pragmatique permet de situer le niveau du SMIC en comparaison internationale et dans le temps : si le SMIC français n'est pas le plus élevé d'Europe en valeur absolue¹, il occupe en revanche une place singulière parmi les pays de l'OCDE dans la mesure où son **niveau relatif atteint 62 % du salaire médian et 50 % du salaire moyen** contre, respectivement, 51 % et 43 % en Belgique, 47 % et 41 % aux Pays-Bas, 48 % et 44 % en Irlande ou encore 38 % et 27 % aux Etats-Unis. Dans ce contexte, une décision d'augmentation du salaire minimum n'aura pas les mêmes effets en fonction du pays considéré. En France, le dernier rapport du groupe d'experts sur le SMIC² effectue un calcul intéressant sur l'impact des revalorisations discrétionnaires (« coups de pouce » du Gouvernement) depuis 1990 : en l'absence de ces revalorisations, le montant du **SMIC horaire aurait été inférieur d'un euro et demi** environ à son montant actuel, soit près de 20 %.

Quelles interactions entre la grille salariale et les outils de politique économique ?

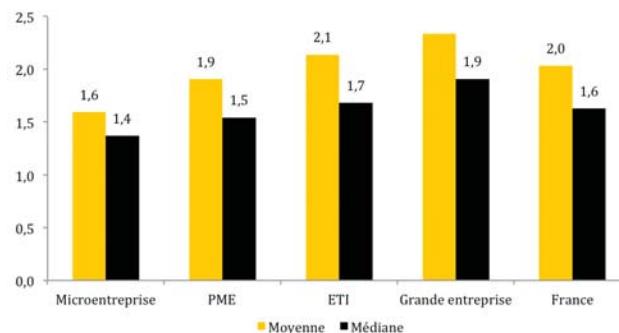
Selon l'INSEE, le **salaire net moyen** dans le secteur privé (en équivalent temps plein) s'est élevé à **2 130€** par mois en 2011, et le **salaire net médian** (qui partage la population en deux catégories égales) à **1 712€**. Rapporté au salaire minimum, cela correspond donc à des ratios de, respectivement, 2 fois le SMIC et 1,6 fois le SMIC. Comment cette distribution s'articule-t-elle avec les allègements de cotisations sur les bas salaires « Fillon » (réduction dégressive de cotisations entre 1 et 1,6 fois le SMIC) et le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (crédit d'impôt sur les sociétés uniforme de 6 % pour les salaires compris entre 1 et 2,5 fois le SMIC)³ ? Dans le premier cas, un salarié sur deux n'est pas concerné par l'allègement, dont **90 % du coût est concentré en-deçà de 1,35 fois le SMIC**⁴. Dans le second cas, environ 8 salariés sur 10 ouvrent droit à un allègement d'impôt. Les employeurs de salariés rémunérés entre le SMIC et 1,6 fois le SMIC disposent de ce fait d'un double allègement : ainsi, un employé payé au SMIC ouvre droit à un allègement de prélèvement obligatoire (cotisations patronales et impôt sur les sociétés) de plus de 30 points, contre 6 points entre 1,6 fois le SMIC et 2,5 fois le SMIC et 0 point au-delà. Dans le suivi qu'elle effectue des exonérations de cotisations sociales (y compris allègements ciblés sur certains secteurs ou zones géographiques), l'ACOSS calcule un taux d'exonération apparent (soit le ratio allègements/masse salariale dé plafonnée) par taille d'entreprise, où il apparaît clairement que ce taux décroît avec la taille de l'entreprise. Ceci s'explique par la structure salariale des entreprises, avec des rémunérations plus faibles dans les petites entreprises (voir point suivant).

Taux d'exonération apparent par taille d'entreprise



Source : ACOSS

Moyenne et médiane des salaires nets par taille d'entreprise, en parts de SMIC (en 2010)



Source : Afep à partir d'INSEE.

Emploi et salaires dans les grandes entreprises : quelles spécificités ?

Suite à la loi de modernisation de l'économie de 2008, un nouveau décret définit l'entreprise à partir de critères économiques. L'INSEE dispose ainsi de données intéressantes sur l'emploi et les salaires par catégorie d'entreprise : en 2010, **les grandes entreprises** (5 000 salariés ou plus) représentaient **30 % de l'emploi marchand en France**. Cet emploi se décomposait en quatre quarts à peu près équivalents entre cadres, professions intermédiaires, employés et ouvriers, soit une structure différente de la moyenne nationale (plus de cadres et de professions intermédiaires, moins d'employés et d'ouvriers). En termes de rémunérations, **le salaire net annuel moyen était de 29 620€** (soit 2 470€ par mois, ou encore 2,3 SMIC) et le salaire net annuel médian de 24 170€ (soit 2 015€ par mois, ou encore 1,9 SMIC). Par rapport à la moyenne, l'écart est donc de + 15 % (+ 17 % pour la médiane).

La grille salariale française se caractérise par un certain tassement des rémunérations. Ceci s'explique notamment par le niveau relatif élevé du SMIC, dont les mécanismes de fixation ne relèvent qu'en partie d'une logique économique. Les allègements sur les bas salaires ont permis de limiter l'effet prix pour les entreprises, surtout pour les très petites entreprises (TPE). En effet, le niveau des salaires croît avec la taille de l'entreprise, d'où, a contrario, des allègements décroissants au fur et à mesure que celle-ci augmente.

¹ 5^e position derrière le Luxembourg, la Belgique, les Pays-Bas et l'Irlande (4^e position selon les parités de pouvoir d'achat).

² « Salaire minimum interprofessionnel de croissance », rapport du groupe d'experts, 29 novembre 2013.

³ On ne considère ici que les deux principaux dispositifs mais il en existe d'autres de moindre ampleur (Outre-mer, apprentissage...).

⁴ Cf. Trésor-éco n° 97, « Les allègements de cotisations sociales patronales sur les bas salaires de 1993 à 2009 », janvier 2012.

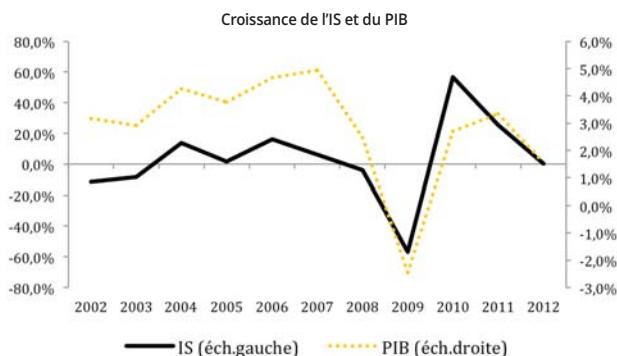
Cadrage économique de l'impôt sur les sociétés

7 FÉVRIER 2014

L'impôt sur les sociétés fait partie des prélèvements obligatoires examinés dans le cadre des Assises de la fiscalité. Quel est son poids dans le PIB par rapport aux autres pays européens ? Comment passer de l'IS « brut » à l'IS « net » ? Les entreprises contribuent-elles moins qu'auparavant ? Telles sont les questions abordées dans le présent flash.

Impôt sur les sociétés : part, évolution et comparaison européenne

En 2012, l'impôt sur les sociétés s'est élevé à **42Md€**, soit un peu plus de 2 % du PIB. Depuis une décennie, le rendement global de l'impôt est stable, avec des points hauts (51Md€ en 2007) et des points bas (20Md€ lors de la récession de 2009). En effet, l'IS se caractérise par une **forte volatilité** liée à son assiette, qui dépend du bénéfice des entreprises. D'un point de vue macroéconomique, son **élasticité à l'activité** (croissance du PIB) **est supérieure à 1** : l'IS « sur réagit » à la conjoncture.



Source : Afep à partir d'INSEE.

En comparaison européenne, le **rendement de l'IS en France est proche de celui de nos voisins** (2,3 % du PIB en 2012, contre 2,3 % en Italie, 2,7 % en Allemagne et au Royaume-Uni). Avant la crise, le rendement de l'IS était même équivalent à celui de l'Allemagne (2,9 % du PIB en 2007). Ce faible écart est obtenu en dépit de **prélèvements obligatoires nettement plus élevés en France sur le cycle de production** (cotisations sociales patronales et autres impôts sur la production¹).

De l'IS « brut » à l'IS « net » : quelles différences ?

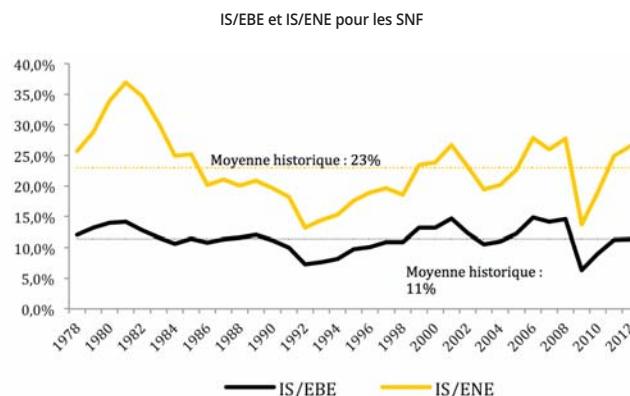
Du point de vue des finances publiques, deux indicateurs sont suivis en matière d'imposition des sociétés : l'IS « net », c'est-à-dire l'impôt effectivement encaissé par l'Etat, mais également l'IS « brut », soit le montant total d'impôt incluant les « **remboursements et dégrèvements** » (R&D). Cette catégorie, qui représente des **montants importants** (13Md€ en 2013, soit 20 % du rendement total de l'IS), regroupe certaines dépenses fiscales (dont le crédit d'impôt recherche) et les mécanismes liés au calcul de l'impôt ayant un coût en trésorerie pour l'Etat. A brève échéance, cet agrégat devrait croître rapidement en raison de la mise en place du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) : ainsi, le Gouvernement prévoit 24Md€ de R&D en 2014, et ce montant devrait représenter près de 30Md€ à l'horizon 2015, soit la moitié du rendement brut de l'IS. Ce phénomène est à prendre en considération à l'heure où sont discutées les modalités d'un éventuel allègement supplémentaire de prélèvements obligatoires dans le cadre du « Pacte de responsabilité ». Tout élargissement du CICE au-delà de son périmètre actuel grèverait d'autant l'IS perçu par l'Etat.

En Md€	2010	2011	2012	2013	2014
IS brut	49,8	53,0	56,2	63,0	60,3
Remboursements/dégrèvements	16,9	13,9	15,4	13,3	24,1

Sources : rapports « Voies et moyens » annexés aux PLF 2012, 2013 et 2014.

Une moindre contribution des entreprises à l'impôt ?

Le débat public véhicule parfois l'idée selon laquelle le **rendement de l'IS se dégrade continuellement**, ce qui est **contestable** au vu des données dont on dispose (point 1). Il convient toutefois d'aller un cran plus loin dans l'analyse : en effet, au-delà de l'enjeu financier pour les comptes publics, il est nécessaire d'étudier l'IS du point de vue des entreprises et de leurs capacités contributives. Pour la comptabilité nationale, celles-ci sont déterminées par l'excédent brut d'exploitation (EBE), qui représente le solde du compte d'exploitation pour les sociétés. Il est égal à la valeur ajoutée, diminuée de la rémunération des salariés, des autres impôts sur la production et augmentée des subventions d'exploitation. Le profit brut se répartit entre cinq grands usages, dont le paiement de l'impôt sur les sociétés. Il faut rappeler que le **taux de marge** (soit le rapport EBE/valeur ajoutée) des sociétés non financières (SNF) françaises **est le plus faible d'Europe**, avec un écart structurel d'environ 10 points par rapport à la moyenne européenne (et de 12 points par rapport à l'Allemagne). D'après les données de la Banque de France, ceci concerne à la fois les PME, les entreprises de taille intermédiaire et les grandes entreprises. Pourtant, comme noté précédemment, **cette moindre profitabilité ne se retrouve pas dans le rendement de l'IS**, comparable à celui de nos voisins. Les séries historiques de l'INSEE permettent de recalculer le ratio IS acquitté/EBE (et ENE²) depuis 1978. Hormis au début des années 1980, les deux ratios ont suivi des évolutions parallèles (le rapport IS/EBE est égal à la moitié du rapport IS/ENE) en lien avec les variations du cycle économique. En 2012, les valeurs des deux ratios étaient au niveau (voire au-dessus, concernant l'ENE) de leur moyenne historique.



Source : Afep à partir d'INSEE.

Cinquième prélèvement par ordre d'importance derrière les cotisations sociales, la TVA, la CSG et l'impôt sur le revenu, l'IS est une ressource utile pour les comptes publics. Si son rendement fluctue fortement, c'est en raison d'une assiette très élastique à l'activité. En revanche, la crainte d'un repli spontané de l'assiette (à ne pas confondre avec les mesures prises par ailleurs, à l'instar du CICE) n'apparaît pas fondée pour au moins deux raisons : 1) le rendement de l'IS en France est comparable à celui de nos voisins européens, en dépit de marges sensiblement plus faibles (le rendement constaté est donc supérieur au rendement théorique) ; 2) par-delà les à-coups conjoncturels, le rapport IS/EBE est relativement stable sur longue période.

¹ D29 en comptabilité nationale : taxe sur le foncier, CVAE, taxe sur les salaires, versement transport...

² Excédent net d'exploitation, i.e. EBE - dépréciation du capital (consommation de capital fixe en comptabilité nationale).

Croissance et chômage : quelles interactions ?

24 JANVIER 2014

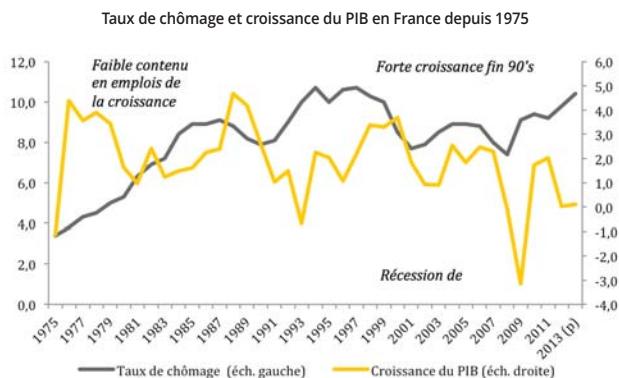
Dans un contexte de chômage massif, la reprise économique est vue comme « la » solution pour inverser la tendance. Quels sont les liens entre chômage et croissance ? Sont-ils valables dans tous les pays ? Telles sont les questions abordées par le présent flash.

Un détour par la science économique : la « loi d'Okun »

Pour étudier la relation liant, d'une part, l'évolution de la **croissance économique** et, d'autre part, celle du chômage, les économistes ont pour habitude de se référer à la « **loi d'Okun** » (voir encadré ci-dessous). En 1962, Arthur M. Okun, économiste américain, fut en effet le premier à mettre en évidence une **relation empirique négative** entre les deux variables à partir de données américaines portant sur la période 1947-1960. Dans son article, Okun estima à -0,3 l'élasticité du taux de chômage à la croissance de l'économie américaine : lorsque la croissance augmente (baisse) de 1 %, le taux de chômage recule (augmente) de 0,3 point.

Loi d'Okun : $\Delta Ut = \beta \times (PIBt - PIBt^)$, où ΔUt est la variation du taux de chômage, $PIBt$ le taux de croissance du PIB, $PIBt^*$ le taux de croissance potentiel et β le « coefficient d'Okun » (< 0 , élasticité du chômage au PIB).*

Pour autant, toute hausse du PIB n'implique pas nécessairement une baisse du chômage en raison de deux autres facteurs : la **productivité du travail** et la **population active**. Le coefficient d'Okun ne permet donc pas, à lui seul, de répondre à la question relative au niveau de **croissance nécessaire à stabiliser le taux de chômage**. Ce dernier peut être approché en faisant la somme de la productivité du travail et de la population active soit, depuis une dizaine d'années, entre **1,5 % et 2 % par an**¹. La baisse de ce seuil au cours de l'histoire contemporaine s'explique par le ralentissement de la productivité et de la population active. En effet, une productivité plus élevée signifie une production plus importante à volume d'emploi donné, et une population active plus importante accroît le volume d'emplois nécessaires pour « absorber » les flux d'entrants sur le marché du travail. La chronique des taux de chômage et de croissance du PIB des quarante dernières années en France est la suivante :



Source : Afep à partir d'INSEE.

En partant d'un niveau très bas (3,4 %) au milieu des années 70, le **chômage a continûment progressé** pendant les années 80, décennie au cours de laquelle le seuil de 7 % a été dépassé pour la première fois en 1983 avant d'atteindre un premier pic à 9,1 % en 1987. Au cours de cette période, la dynamique croissance du PIB (+ 2,4 % par an) fut plus qu'effacée par la croissance de la population active (+ 0,9 % par an) et, surtout, de la productivité du travail (+ 2,1 %). A l'inverse, la forte croissance de la fin des années 90 (+ 3,0 % par an entre 1998 et 2001) permet de réduire le taux de chômage de trois points dans un contexte de moindre dynamisme de la population active et de la productivité.

« loi » de portée internationale ?

La validité de la « loi d'Okun » est **parfois contestée** au motif qu'elle n'est pas fondée sur une théorie économique mais sur un raisonnement empirique mené il y a un demi-siècle dans un seul pays. Sa stabilité à travers le temps et les pays est questionnée. L'un des arguments les plus clairs à son encontre est celui relatif à

l'apparente divergence observée au cours de la « Grande récession » récente : à titre d'illustration, alors que la croissance reculait plus fortement en Allemagne qu'en Espagne, le chômage augmentait fortement dans le second pays et baissait dans le premier. Aux Etats-Unis, le phénomène des reprises sans emploi (« *jobless recoveries* ») constitue un objet d'études fréquentes. Dans un article récent², trois chercheurs ont évalué la validité contemporaine de la « loi » depuis 1948 aux Etats-Unis et depuis 1980 dans vingt économies avancées. Il ressort de cette étude que la **relation d'Okun est « forte et stable »** dans la plupart des pays, qu'elle n'a pas été modifiée « substantiellement » au cours de la Grande récession et que le **coefficient d'Okun varie fortement** en fonction des pays étudiés. En effet, celui-ci s'établirait dans une fourchette comprise entre - 0,25 et - 0,55 (France : - 0,37) avec deux cas polaires, l'Espagne (- 0,85) et le Japon (- 0,16). Selon l'étude, ceci s'expliquerait par le fonctionnement des marchés du travail respectifs : dans le premier cas, la part importante des contrats temporaires dans l'emploi espagnol rend plus flexibles les ajustements à la hausse et à la baisse ; dans le second cas, la tradition japonaise de « l'emploi à vie » va dans le sens opposé. Sur le phénomène des « *jobless recoveries* » aux Etats-Unis, l'article met l'accent sur le fait que les reprises récentes se distinguent de celles des années 80 par leur lenteur, qui ne permet pas de rattraper le terrain perdu au cours de la crise, là où les reprises antérieures affichaient des taux de croissance dynamiques et supérieurs à la croissance potentielle du pays.

Cycle de productivité et sureffectifs dans l'économie française

S'il paraît évident que croissance et chômage ont un lien que « la loi d'Okun » explicite, il est important de rappeler que les variations de l'activité se répercutent avec un certain délai sur l'emploi. C'est le traditionnel « **cycle de productivité** » macroéconomique : dans un premier temps, une chute de l'activité réduit la productivité, car

l'emploi baisse moins que la production (la diminution du temps de travail précède d'éventuels licenciements, qui entraînent des coûts). En période de reprise, le mouvement symétrique se produit : la productivité augmente, et les créations nettes d'emplois ne se réalisent qu'après comblement de l'écart initial et confirmation que les perspectives économiques sont favorables. D'après l'OFCE³, l'économie française connaîtrait une situation de **sureffectifs** représentant **250 000 emplois** dans le secteur marchand qui s'explique par le niveau élevé des marges de production sans embauche existant dans l'industrie manufacturière, ce que l'INSEE révèle dans ses enquêtes de conjoncture, même si cet indicateur recule légèrement depuis deux trimestres.

Outil d'analyse fréquemment utilisé et parfois contesté, la « loi d'Okun » permet d'explicitier la relation entre deux variables complexes. Si le seuil de croissance nécessaire à stabiliser le taux de chômage s'est nettement abaissé au cours des dernières décennies en raison du ralentissement des gains de productivité, il demeure supérieur aux prévisions de croissance à court terme de l'économie française. La présence de sureffectifs et l'ajustement nécessaire du cycle de productivité ne laissent pas présager un reflux du chômage. Ceci rappelle que, dans une économie de marché, l'emploi obéit à des règles propres, distinctes des pratiques de recrutement dans l'administration et les services publics.

¹ Ce taux peut varier en fonction des années. Application pratique : si la croissance constatée est de 1,5 %, le taux de chômage doit, selon la formule d'Okun, se stabiliser. Si la croissance est supérieure (inférieure) à ce seuil, le taux de chômage doit reculer (augmenter) à raison du produit du coefficient d'Okun par l'écart de croissance.

² « *Okun's law : fit at 50 ?* », L. Ball, D. Leigh, P. Loungani, J. Polak annual research conference, 8-9 novembre 2012, IMF.

³ Voir « *France : moins d'austérité, plus de croissance* », revue de l'OFCE, 2013.

www.afep.com

Association française des entreprises privées

11, avenue Delcassé 75008 Paris | 4-6 rue Belliard 1040 Bruxelles

Tél. : +33(0)1 43 59 65 35 | Tél. : +32(0)2 219 90 20

