

Livret A : un placement sans intérêt ?

par [Céline Antonin](#)

Alors que les Caisses d'épargne célèbrent en 2018 le bicentenaire de leur création, [le gouvernement a décidé de modifier la méthode de calcul du taux de rémunération du livret A](#). Cette mesure concerne un grand nombre d'épargnants : en effet, malgré un taux de détention en baisse[\[1\]](#) en 2016, essentiellement lié à l'application de la loi Eckert[\[2\]](#), le livret A reste populaire et son encours atteint le record historique de 249 milliards d'euros en février 2018. Ce n'est certes pas la première modification de cet ordre : ne serait-ce qu'au début des années 2000, le mode de calcul du taux de rémunération a été modifié à trois reprises[\[3\]](#). Le projet de réforme présenté le 19 avril 2018 est clairement défavorable aux détenteurs du livret A. Il traduit notamment la volonté de détourner les ménages de l'épargne défiscalisée et de les inciter à investir dans des placements de long-terme dédiés à l'investissement productif ; en cela, il est cohérent avec la réforme de la fiscalité du capital et l'instauration d'une *flat tax* à 30 %.

Quel changement par rapport au mode de calcul antérieur ?

[Selon l'arrêté de novembre 2016](#), le taux de rémunération du livret A est égal au chiffre le plus élevé entre :

1. a) la moyenne arithmétique entre la moyenne semestrielle de l'EONIA[\[4\]](#) (*Euro Overnight Index Average*) et l'inflation en France mesurée par la moyenne semestrielle de la variation sur les douze derniers mois connus de l'indice des prix à la consommation hors tabac de l'ensemble des ménages ;
2. b) l'inflation mentionnée au a), majorée d'un quart de

point sauf si l'écart entre le taux monétaire et l'inflation mentionnés au a) est supérieur à un quart de point.

À partir de 2020, la réforme proposée par le gouvernement est la suivante : le taux du livret A sera égal à la moyenne semestrielle du taux d'inflation hors tabac et des taux interbancaires à court terme (EONIA), arrondie à 0,1 point le plus proche. Par ailleurs, un taux plancher de 0,5 % est instauré. Dans l'intervalle, entre novembre 2017 et le 31 janvier 2020, le taux du livret A sera maintenu à 0,75 %.

Les raisons qui motivent cette décision

Le premier argument mis en exergue pour motiver ce changement de calcul est le creusement problématique de l'écart de taux entre d'une part les taux courts négatifs liés à la politique monétaire expansionniste de la BCE, et d'autre part une inflation restée positive. Le creusement de cet écart rend la rémunération du livret A plus coûteuse pour la Caisse des dépôts et consignations et pour les banques, alors même que les taux à court terme sont négatifs.

Par ailleurs, les encours collectés par les banques sont centralisés par la Caisse des dépôts afin de servir au financement du logement social. Or, la nécessité de maintenir un niveau de rémunération plus élevé pour les épargnants que le taux à court terme renchérit le coût de financement du secteur du logement social. Ainsi, le gouvernement avance que les charges financières du secteur du logement social devraient être réduites de 675 millions d'euros par an grâce à la réforme.

Une autre volonté affichée par le gouvernement est d'inciter les épargnants à délaisser les livrets défiscalisés et à diriger leurs économies vers l'investissement productif. Notons que si la baisse des taux incite les épargnants à se détourner du livret A, cela déplace le problème vers la

question du financement du logement social ([Levasseur, 2013](#)).

Mauvaise nouvelle pour le détenteur du livret A

Par rapport à la situation actuelle, la réforme de 2020 est défavorable aux détenteurs d'un livret A. Elle entraîne en effet la disparition de la garantie de rémunération supérieure à l'inflation. Comme le montre le tableau, le mode de calcul est plus avantageux sous le régime actuel dans tous les cas, sauf lorsque l'inflation est inférieure aux taux courts minorés d'un quart de point, auquel cas la réforme ne change rien.

Tableau. Comparaison des taux théoriques du livret A avant/après réforme de 2020

	Avant 2020	Après 2020
Inflation < EONIA - 0,25 pt	(inflation+EONIA)/2	(inflation+EONIA)/2
EONIA - 0,25 pt < inflation < EONIA + 0,25 pt	inflation +0,25	(inflation+EONIA)/2
Inflation > EONIA + 0,25 pt	inflation	(inflation+EONIA)/2

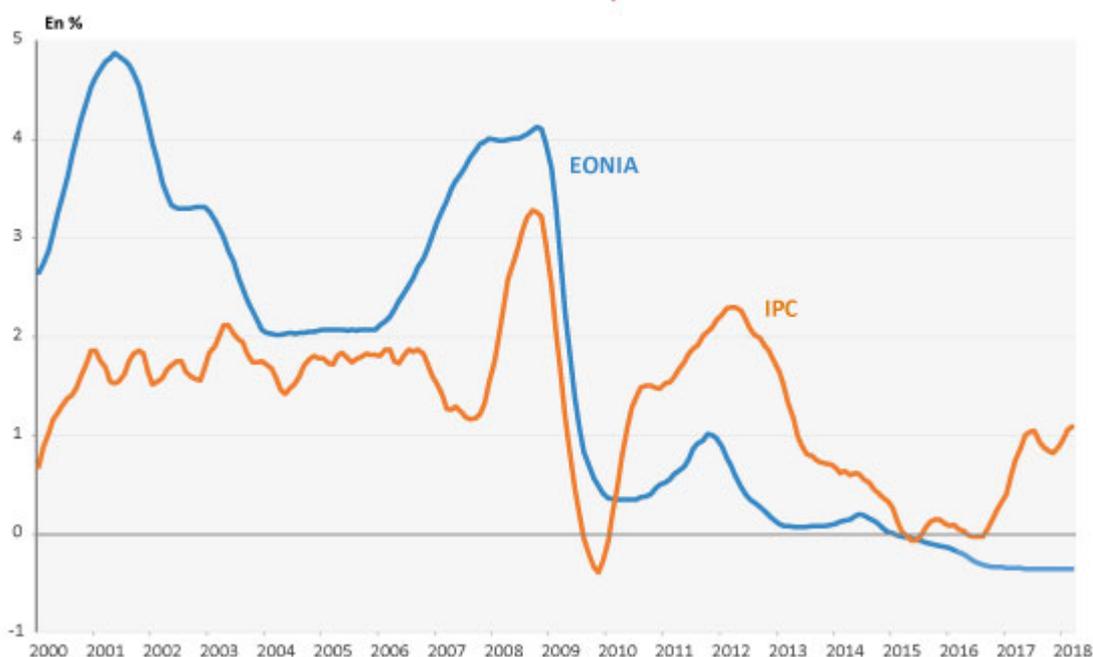
Note : En jaune figure la formule de calcul la plus avantageuse pour l'épargnant.
Source : calculs de l'auteur.

Or, depuis 2010, l'inflation est systématiquement supérieure ou égale au niveau des taux courts (graphique 1). Par conséquent, si le mode de calcul avait été celui proposé par cette réforme, les épargnants auraient été désavantagés depuis 2010. Par exemple, en mars 2018, avec une moyenne semestrielle des taux EONIA de -0,35 % et une moyenne semestrielle du taux de variation sur douze mois de l'IPC hors tabac à 1,09 %, le taux moyen de rémunération serait de 0,37 %, soit 0,4 %. L'instauration d'un taux plancher permettrait de porter ce taux à 0,5 %, mais le taux serait néanmoins deux fois plus faible que si l'on applique le mode de calcul actuel (1 % en l'occurrence). Ainsi, sur l'année 2017, le taux de rendement du livret A, hors mouvements de dépôts ou de retrait, est de 0,8 % avec la formule de calcul théorique actuelle ; il aurait été de 0,5 % avec la formule de calcul applicable à partir de 2020. Sur longue période (2010-2017), le taux de rendement aurait été de 7,9 % avec la formule actuelle, contre 5,9 % après réforme.

Le graphique 2 permet de comparer comment le taux de

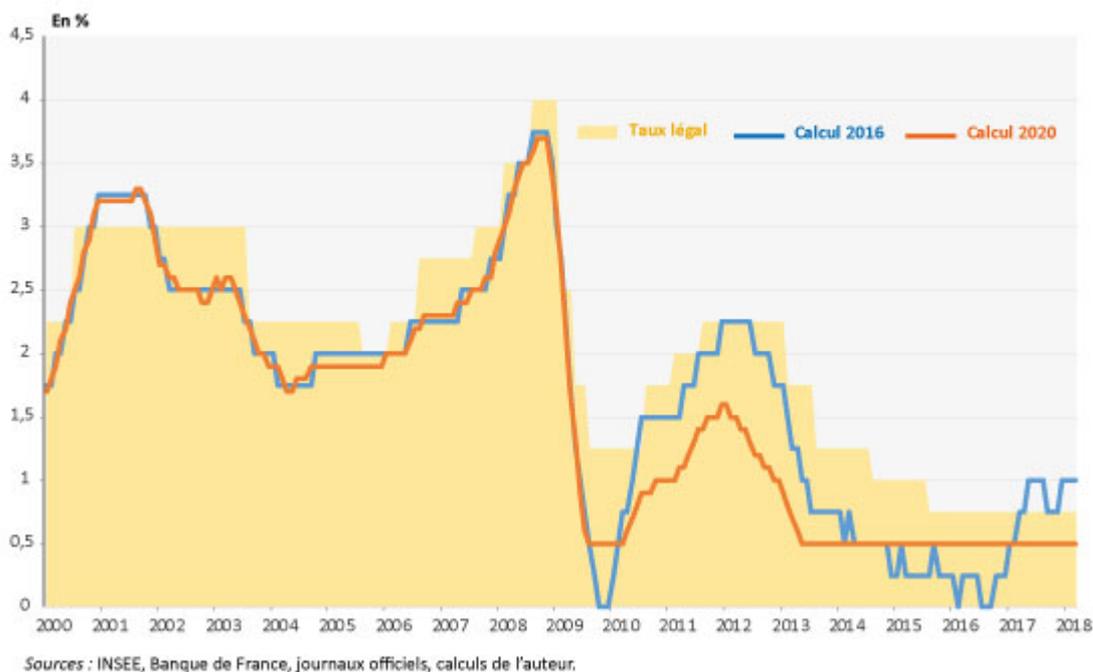
rémunération du livret A aurait évolué historiquement si la réforme de 2020 avait été mise en place dès 2000. Ainsi, on compare le taux théorique que l'on obtiendrait en appliquant le calcul avec la législation actuelle au taux théorique que l'on obtiendrait en appliquant les modalités de la réforme. Sur la période 2000-2009, les taux courts étant plus élevés que l'inflation, la réforme n'aurait pas eu d'impact. En revanche, entre 2010 et 2014, la réforme prévue aurait conduit à un taux de rémunération plus faible. En 2015 et 2016, période d'inflation très faible, l'instauration d'un taux plancher aurait permis d'éviter que le taux du livret A ne tombe en dessous de 0,5 %, et se serait révélé donc plus favorable que le calcul actuel. Par contre, dès que le spectre de la déflation s'éloigne, en 2017, le taux post-réforme redevient désavantageux pour l'épargnant.

Graphique 1. Moyenne semestrielle de l'EONIA et moyenne semestrielle de la variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation hors tabac



Sources : INSEE, Banque de France, calculs de l'auteur.

Graphique 2. Taux légal du livret A, taux théoriques avant et après réforme de 2020



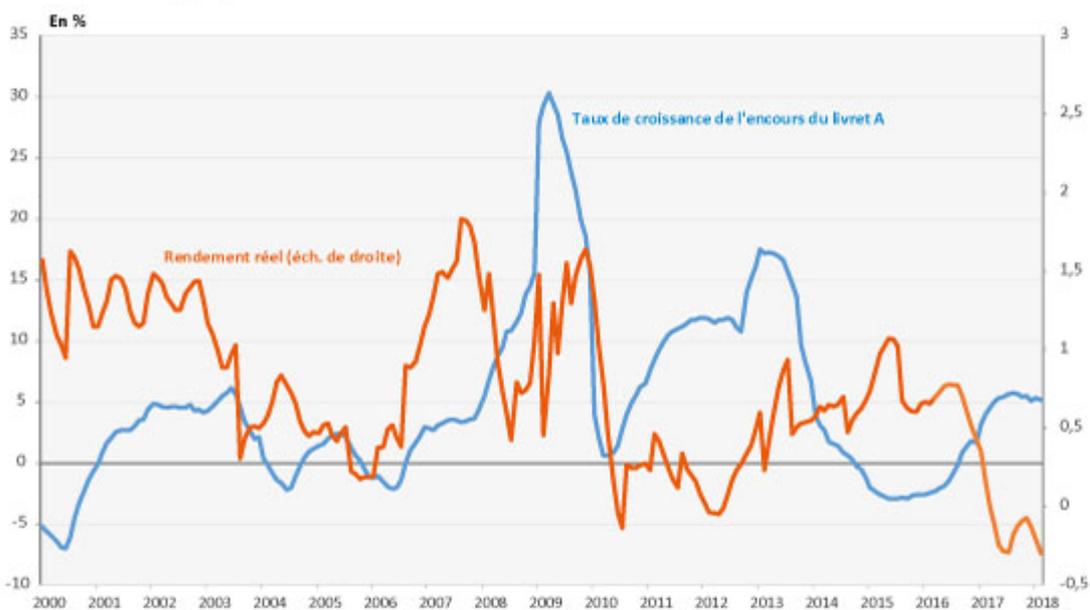
Notons également que jusqu'à présent, la formule théorique de calcul des taux a servi de point de départ à la fixation du taux légal, mais que le législateur s'en est quasi systématiquement écarté, dans un sens toujours plus favorable aux épargnants. Cela a notamment permis de ne jamais avoir un taux inférieur à 0,75 %, point bas historique.

Au total, la réforme prévue pour 2020 est désavantageuse pour l'épargnant :

- Le fait de geler à 0,75 % le taux du livret A jusqu'en janvier 2020, alors que nous prévoyons une progression de l'IPC de 1,1 % en 2018 et de 1,5 % en 2019, va entraîner un rendement réel négatif pour l'épargnant pendant cette période de transition, car la remontée des taux courts devrait être lente ;
- Par ailleurs, avec la suppression de la référence aux taux d'inflation comme taux plancher après la réforme de 2020, le rendement réel de l'épargne pourrait rester négatif si les taux courts sont inférieurs au taux d'inflation ;

- Si le gouvernement souhaite appliquer à la lettre la formule théorique de calcul du taux de livret A, cela devrait également être défavorable aux épargnants, qui bénéficieraient jusqu'à présent d'un coup de pouce lié à un taux toujours plus favorable que la stricte formule de calcul. Seule l'instauration d'un taux plancher permettra d'éviter que le taux de rémunération du livret A ne tombe en dessous de 0,5 %. Cependant, comme le montre le graphique 1, il est très rare que l'inflation soit durablement aussi faible en dehors de périodes exceptionnelles. L'idée est donc de détourner les épargnants du livret A et de rendre d'autres types de placements plus attractifs, aidés en cela par la mise en place de la *flat tax* à 30 %[\[5\]](#). Pour l'instant, l'annonce du maintien du taux au niveau historiquement bas de 0,75 % en novembre 2017 n'a pas empêché l'encours du livret A de progresser mensuellement de 5 % en glissement annuel (graphique 3), pour atteindre le record historique de 249 milliards d'euros en février 2018.

Graphique 3. Rendement réel et taux de croissance de l'encours du livret A



Sources : Banque de France, INSEE, calculs de l'auteur

Etant donné la forte concentration de l'épargne défiscalisée, une potentielle substitution dépendra essentiellement du

comportement des « gros déposants » dont les dépôts sur le livret A sont proches des plafonds (supérieurs à 19 125 euros) et qui représentent près de la moitié des encours du livret A en 2016. Or, ces « gros déposants » étant les plus sensibles aux variations du taux de l'épargne réglementée (Levasseur, 2013), le réajustement pourrait s'avérer brutal.

[1] Le taux de détention d'un livret A par les personnes physiques est passé de 91,7 % en 2015 à 83,4 % en 2016 (Rapport annuel pour 2016 de l'Observatoire de l'épargne réglementée).

[2] La loi Eckert oblige depuis le 1^{er} janvier 2016 les banques à recenser les comptes bancaires inactifs et à les transférer à la Caisse des dépôts et consignations au bout d'un certain délai.

[3] Le texte de référence pour le calcul des taux est le règlement du Comité de la réglementation bancaire n° 86-13 du 14 mai 1986 relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit.

[4] L'EONIA désigne le taux de référence moyen pondéré des dépôts interbancaires au jour le jour.

[5] Voir [Aparisi de Lannoy et Madec, Fiscalité du capital mobilier, quel impact du prélèvement forfaitaire unique?, 2017, Policy brief, OFCE.](#)

Economie française : ralentissement durable ou passager ?

Par l'équipe France de l'OFCE

Ce vendredi 27 avril, l'Insee publiait les comptes nationaux pour le premier trimestre 2018. Avec une croissance de 0,3 %, l'économie française semble marquer le pas alors même qu'après cinq années atones (0,8 % en moyenne sur la période 2012-16), la reprise s'était enfin matérialisée en 2017 avec une hausse du PIB de 2 %.

Si le profil trimestriel de la croissance du PIB de 2018 devrait être marqué par le calendrier des mesures fiscales qui vont affecter le pouvoir d'achat (hausse de la fiscalité indirecte et de la CSG) et donc la trajectoire de la consommation des ménages, cet effet, anticipé dans [nos prévisions de printemps](#) (Tableau), ne devrait être que provisoire. Le pouvoir d'achat des ménages devrait s'accroître au cours des trimestres suivants avec une forte accélération en fin d'année sous l'impulsion de la baisse de la taxe d'habitation et de la seconde tranche de baisse de cotisations sociales.

Ainsi, la dynamique de consommation, faible au premier semestre et forte au second, conduira à une accélération de la croissance tout au long de l'année, de 0,3 % au premier trimestre à 0,7 % en fin d'année. En 2019, sous l'effet de la montée en charge des mesures fiscales de soutien au pouvoir d'achat des ménages, ce dernier augmenterait de 2,4 % (après 1,6 % en 2018) dynamisant la consommation sur l'ensemble de l'année (2,2 % en 2019 après 1,5 % en 2018), et ce malgré une nouvelle hausse de la fiscalité indirecte.

La croissance de l'investissement des entreprises devrait

rester robuste en 2018 et en 2019, soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un coût du capital toujours bas et une demande dynamique qui maintient le taux d'utilisation à un niveau élevé. Après plusieurs années de contraction, l'investissement des administrations publiques repartirait à la hausse en 2018 et 2019, avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales. L'investissement des ménages ralentirait comme l'indique le retournement des enquêtes de demande de logement et des perspectives de mises en chantier, en lien probablement avec la réduction des moyens budgétaires alloués au logement et avec l'attentisme sur le marché de la construction à la suite des discussions à attendre autour du projet de loi ELAN.

Le regain des exportations, confirmé par l'orientation favorable des enquêtes, les niveaux records des taux de marges des exportateurs et la vigueur de l'investissement productif se traduiraient par une hausse des parts de marché à l'exportation. Au sein d'un environnement économique porteur en zone euro, le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance de la France en 2018 et 2019.

Avec une croissance robuste en 2018 et en 2019, les créations d'emplois, portées par le secteur marchand, resteraient dynamiques (194 000 en 2018 et 254 000 en 2019), ce qui permettrait de réduire le taux de chômage à 8,4 % fin 2018 et terminer l'année 2019 à 7,9 % (contre 8,6 % au quatrième trimestre 2017). En revanche, la forte baisse des nouveaux contrats aidés en 2018 pèserait sur la vitesse de réduction du chômage malgré la montée en charge du Plan Formation et de la Garantie jeunes.

La réduction du déficit public sera lente (2,4 % du PIB en 2018 et 2,5 % en 2019 après 2,6 % en 2017), mais ceci masque la forte amélioration du solde public, qui atteindrait 1,6 % en 2019 hors mesure ponctuelle liée à la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales. Toutefois, la

réduction du déficit serait suffisante pour assurer la sortie du bras correctif du Pacte de stabilité et entamer une décroissance de la dette publique (de 97 % du PIB en 2017 à 95,4 % en 2019).

Tableau. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	2,0	2,0	2,1
PIB par habitant	0,6	0,5	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	1,5	1,6	1,7
Consommation des ménages	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	1,3	1,5	2,2
Consommation publique	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	0,6
FBCF totale dont :	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	2,7	3,8	3,6	3,1
SNFEI	2,4	1,0	1,1	1,5	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	3,4	4,4	4,3	3,5
Ménages	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	2,4	5,3	2,5	1,3
Administrations publiques	-0,6	0,1	-0,2	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	-1,0	2,6	4,0
Exportations de biens et services	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
Importations de biens et services	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	1,9	2,0	2,1
Variations de stocks	0,7	-0,5	0,3	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,6	0,7	-0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,2	0,0
Prix à la consommation (IPCH) *	1,5	1,0	0,9	1,2	1,6	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,7	1,8	0,3	1,2	1,4	1,6
Taux de chômage	9,3	9,1	9,3	8,6	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	7,9	9,8	9,1	8,5	8,1
Solde public, en % du PIB													-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
Dette publique, en % du PIB													96,6	97,0	96,6	95,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB**													0,0	0,2	0,0	-0,2
PIB de la zone euro	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	1,8	2,5	2,3	1,9

* pour les trimestres, glissement annuel ; pour les années, moyenne annuelle. En grisé, prévisions OFCE.

** mesurée comme l'inverse de l'effort budgétaire structurel.

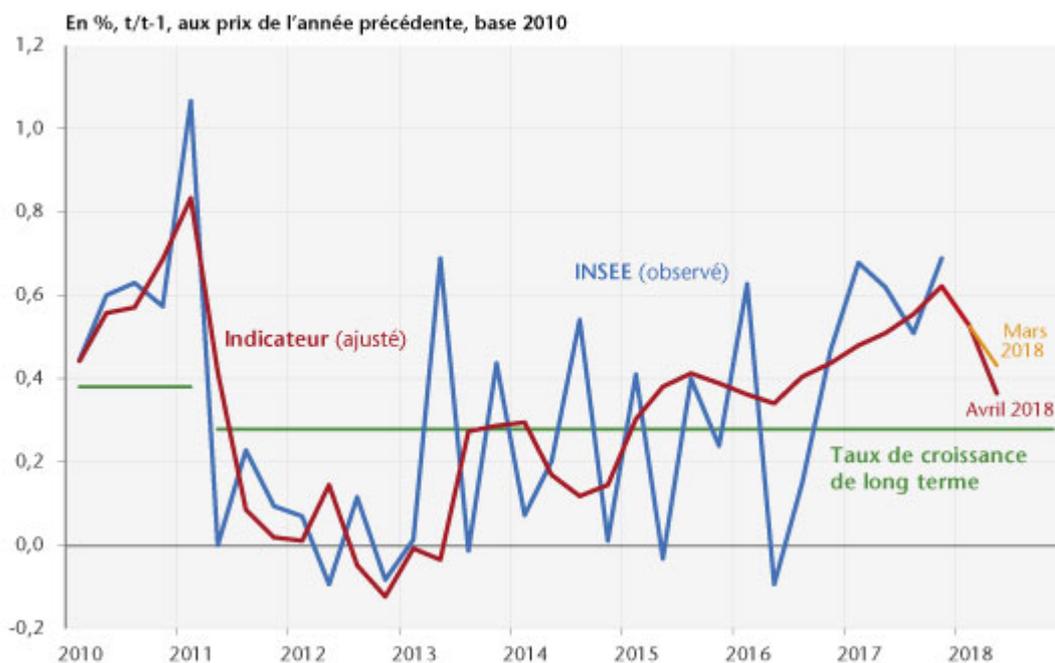
Sources : Insee, prévision OFCE avril 2018.

L'indicateur avancé : pas de retournement du cycle de croissance

par [Hervé Péléraux](#)

Selon l'indicateur avancé de l'OFCE pour la France, bâti sur les enquêtes de conjoncture publiées par l'INSEE le 24 avril, la croissance de l'économie française aurait été de +0,5 % au premier trimestre 2018, en repli de 0,2 point par rapport au quatrième trimestre 2017 (+0,7 %). Pour le deuxième trimestre, la croissance devrait revenir au voisinage de +0,4 %, révisée en baisse d'un peu moins de 0,1 point par rapport à l'évaluation du mois dernier.

Graphique 1. Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Tableau. Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu

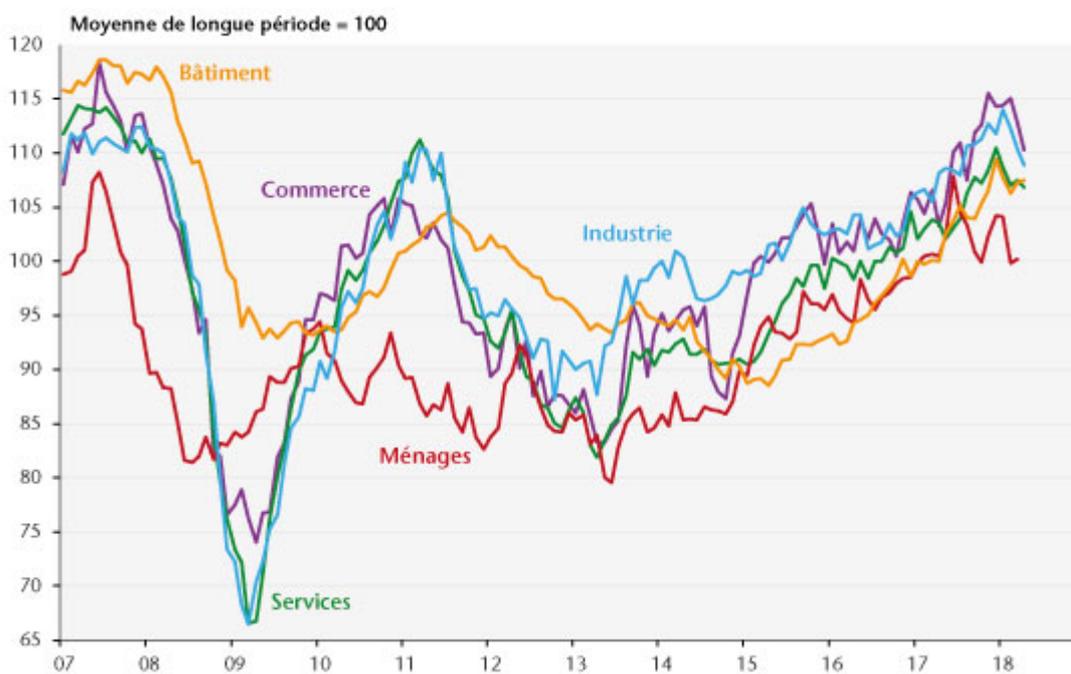
En %, t/t-1, prix de l'année précédente

	2017				2018	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
INSEE	+0,7	+0,6	+0,5	+0,7	-	-
Indicateur	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,5	+0,4

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Les publications successives des enquêtes confirment depuis quelques mois le tassement de l'opinion des chefs d'entreprise interrogés par l'INSEE. Les climats des affaires restent certes à un niveau élevé, mais leur évolution récente laisse penser qu'ils ont atteint leur pic conjoncturel au tournant de 2017 et de 2018.

Graphique 2. Climats des affaires en France



Source : INSEE.

Au stade actuel, il convient d'être prudent quant à l'interprétation de ces signaux. D'abord, les séries d'enquêtes ne sont pas exemptes de volatilité à l'échelon mensuel et cette volatilité se manifeste aussi sur les hauts de cycle, comme on l'a vu en 2007, avec des mouvements ponctuels contraires à l'orientation générale des données. Ensuite, la confiance reste largement supérieure à sa moyenne

de longue période dans toutes les branches, laissant entendre que l'activité reste supérieure à sa croissance de moyen terme. Par conséquent, même si la croissance va probablement ralentir au premier semestre 2018, ce passage à vide ne serait aucunement le signal d'une inversion du cycle de croissance en cours en l'état actuel de l'information sur les enquêtes.

Un tel signal serait donné par le passage du taux de croissance du PIB sous le taux de croissance de long terme (que l'on peut assimiler au taux de croissance potentiel de l'économie), évalué par l'estimation de l'indicateur à +0,3 % par trimestre, seuil dont les prévisions actuelles sont encore éloignées.

Le passage à vide peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèsera, au premier semestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages (voir sur ce point P. Madec *et alii*, « [Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités](#) », *Policy Brief* N°30, 15 janvier 2018). L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, à la hausse du tabac et à la fiscalité écologique devrait retentir négativement sur la consommation des ménages. Cet effet négatif de la fiscalité serait toutefois ponctuel et devrait jouer en sens inverse au second semestre, avec la montée en charge de certaines mesures visant à soutenir le pouvoir d'achat. Les données quantitatives disponibles jusqu'en février, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens confirment ces inquiétudes, avec des acquis de croissance négatifs au premier trimestre, respectivement -1 et -0,2 %. En revanche, l'indice de production dans les services affiche un dynamisme non démenti, avec une progression de +1,6 % en janvier, portant son acquis de croissance pour le premier trimestre à +1,8 %.

La BCE reste préoccupée par la faiblesse de l'inflation

Par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

Le Président de la Banque centrale européenne, M. Mario Draghi, a [annoncé](#) récemment que l'augmentation du taux directeur de la BCE interviendrait « bien après » la fin des mesures d'achats massifs de titres obligataires (prévue pour septembre 2018), principalement émis par les Etats de la zone euro, et à un « rythme mesuré ». La hausse du taux directeur pourrait donc intervenir vers la mi-2019, soit quelques semaines avant la passation de pouvoir entre Mario Draghi et son successeur.

Lors de son audition trimestrielle face aux parlementaires européens, Mario Draghi a fait preuve de prudence à propos de l'intensité et de la pérennité de la reprise économique[\[1\]](#). A l'écouter, la zone euro n'aurait pas forcément refermé son écart de production (le PIB réalisé resterait en deçà de son potentiel) malgré la reprise des derniers trimestres. Ce n'est donc pas le moment de modifier l'orientation de la politique monétaire au risque de fragiliser cette reprise. Il est par ailleurs indéniable que les effets de la reprise ne se matérialisent pour le moment que très lentement et progressivement dans des hausses de salaires, ce qui explique en partie pourquoi le taux d'inflation de la zone euro reste en deçà de sa cible de moyen terme.

Le Président de la BCE a aussi fait preuve de confiance dans le fait que les entreprises ancrent progressivement leurs anticipations de prix (et de salaires) sur la cible d'inflation de la BCE, soit 2% par an. Mario Draghi est aussi

apparu très confiant dans l'efficacité de la politique monétaire. Il a annoncé que les mesures entreprises depuis 2014 contribueraient à une augmentation (cumulative) de 2 points de pourcentage, respectivement de la croissance réelle et de l'inflation entre 2016 et 2019.

Si la prévision de retour de l'inflation à sa cible en 2019 par la BCE est contredite par [Hasenzagl et al. \(2018\)](#), on y retrouve ces mêmes déterminants de l'inflation européenne. Dans une [étude](#) récente, nous montrons aussi que les deux principaux déterminants de l'inflation dans la zone euro sont les anticipations d'inflation et la croissance des salaires. Sans ancrage des premières sur la cible de moyen terme de la BCE et sans effet de second tour de la politique monétaire sur les salaires, l'inflation ne reviendra pas à sa cible à court terme. Les réformes structurelles ont peut-être accru le PIB potentiel comme le prétend Mario Draghi, mais elles ont jusqu'à présent plus certainement pesé sur les évolutions salariales et de prix.

[\[1\]](#) Une fois par trimestre un dialogue monétaire est organisé entre le Président de la BCE et les membres de la Commission des Affaires monétaires du Parlement européen. Ce dialogue permet au Président de la BCE d'expliquer l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro et d'exprimer son point de vue sur des sujets définis en amont.

La désinflation manquante

est-elle un phénomène américain uniquement ?

par [Paul Hubert](#), [Mathilde Le Moigne](#)

La dynamique de l'inflation après la crise de 2007-2009 est-elle atypique ? Selon Paul Krugman : « si la réaction de l'inflation (ndlr : aux Etats-Unis) avait été la même à la suite de la Grande Récession que lors des précédentes crises économiques, nous aurions dû nous trouver aujourd'hui en pleine [déflation](#)... Nous ne le sommes pas. » En effet, après 2009, l'inflation aux Etats-Unis est demeurée étonnamment stable au regard de l'évolution de l'activité réelle. Ce phénomène a été qualifié de « désinflation manquante ». Un tel phénomène s'observe-t-il dans la zone euro ?

En dépit de la plus grande récession depuis la crise de 1929, le taux d'inflation est resté stable autour de 1,5% en moyenne entre 2008 et 2011 aux Etats-Unis, et de 1% en zone euro. Est-ce à dire que la courbe de Phillips, qui lie l'inflation à l'activité réelle, a perdu toute validité empirique ? Dans une [note](#) de 2016, Olivier Blanchard rappelle au contraire que la [courbe de Phillips](#), dans sa version originelle la plus simple, reste un instrument valable pour appréhender les liens entre inflation et chômage, et ce en dépit de cette « désinflation manquante ». Il note cependant que le lien entre les deux variables s'est affaibli parce que l'inflation dépend de plus en plus des anticipations d'inflation, elles-mêmes ancrées à la cible d'inflation de la Réserve fédérale américaine. Dans leur [article](#) de 2015, Coibion et Gorodnichenko expliquent cette désinflation manquante aux Etats-Unis par le fait que les anticipations d'inflation sont plutôt influencées par les variations des prix les plus visibles, comme par exemple les variations du prix du baril de pétrole. On observe d'ailleurs depuis 2015 une baisse des anticipations d'inflation concomitante à la baisse des prix du pétrole.

La difficulté à rendre compte de l'évolution récente de l'inflation, au travers de la courbe de Phillips, nous a conduits à évaluer, dans un [récent article](#), ses déterminants potentiels et à examiner si la zone euro a également connu un phénomène de « désinflation manquante ». Sur la base d'une courbe de Phillips standard, nous ne retrouvons par les conclusions de Coibion et Gorodnichenko lorsque l'on considère la zone euro dans sa totalité. Dit autrement, l'activité réelle et les anticipations d'inflation décrivent bien l'évolution de l'inflation.

Cependant, ce résultat semble provenir d'un biais d'agrégation entre les comportements d'inflation nationaux au sein de la zone euro. En particulier, nous trouvons une divergence notable entre les pays du nord de l'Europe (Allemagne, France), exhibant une tendance générale à une *inflation manquante*, et les pays davantage à la périphérie (Espagne, Italie, Grèce) exhibant des périodes de *désinflation manquante*. Cette divergence apparaît néanmoins dès le *début* de notre échantillon, c'est-à-dire dans les premières années de la création de la zone euro, et semble se résorber à partir de 2006, sans changement notable au cours de la crise de 2008-2009.

Contrairement à ce qui s'est produit aux États-Unis, il apparaît que la zone euro n'a pas connu de désinflation manquante à la suite de la crise économique et financière de 2008-2009. Il semble au contraire que les divergences d'inflation en Europe sont antérieures à la crise, et tendent à se résorber avec la crise.

Comment sauver l'Europe ? Comment changer de paradigme ?

par [Xavier Ragot](#)

On assiste à des inflexions nouvelles dans les débats sur la construction européenne. Moins visibles que des déclarations publiques, des conférences essentielles et ateliers se tiennent pour aborder de nouvelles options, sous des angles économiques et politiques différents. Le débat est plus vif en Allemagne qu'en France. En cause probablement le débat caricatural français pendant les élections présidentielles, sur la forme « pour ou contre la monnaie unique », alors que le débat préalable est de discuter comment orienter les institutions de la zone euro au service de la croissance et des inégalités.

Deux conférences ont eu lieu à Berlin à une semaine d'intervalle, considérant les options les plus opposées. La première a abordé les conséquences de la sortie d'un pays de la zone euro ; la seconde la recherche d'un paradigme alternatif pour réduire inégalités en Europe. Autant dire que ces deux conférences couvrent presque tout le spectre des politiques économiques envisageables.

Se faire peur : la fin de la zone euro ?

Première question : Que se passerait-il si un ou plusieurs pays sortaient de la zone euro ? Faut-il le souhaiter ou comment peut-on l'empêcher ? Une [conférence](#) a eu lieu le 14 mars avec pour titre « L'euro est-il viable en l'état, et que faire si ce n'est pas le cas ? » a rassemblé des présidents d'instituts influents comme Clemens Fuest, des membres des cinq sages allemands comme Christoph Schmidt et des économistes médiatiques en Allemagne, comme Hans-Werner Sinn,

ou encore des économistes comme Jeromin Zettelmeyer. La présence de l'OFCE, en ma personne, a peut-être permis de rappeler des éléments simples, mais utiles.

Cette première conférence a parfois joué sur l'ambiguïté de la question, certaines contributions semblant souhaiter la fin de la zone euro alors que d'autres contributions étaient plus analytiques afin d'en montrer les risques. Dans ces débats la voix de Hans-Werner Sinn est singulière par sa radicalité. Sans aller jusqu'à souhaiter la sortie de l'Allemagne de la zone euro, ce dernier insiste de manière systématique (et biaisée) sur les coûts pour l'Allemagne de la politique monétaire européenne. Sinn insiste en particulier sur le rôle de l'exposition cachée de l'Allemagne à la dette des autres pays par l'intermédiaire de la Banque centrale européenne et de TARGET2, qui enregistre les surplus et déficits des banques centrales nationales vis-à-vis de la Banque centrale européenne. Le solde TARGET2 montre que les pays du sud de l'Europe ont un déficit alors que l'Allemagne a un excédent substantiel de près de 900 milliards d'euros, ce qui représente 30% du PIB allemand. Ces montants sont très importants mais ne sont en aucun cas un coût pour l'Allemagne. Dans le cas le plus extrême d'un non-paiement par une banque centrale nationale (autant dire une sortie de la zone euro), la perte serait partagée par tous les autres États de manière indépendante des surplus. Ces soldes TARGET2 font partie de la politique monétaire européenne pour atteindre un objectif sur lequel on s'était mis d'accord : un niveau d'inflation moyen de 2%. Cette cible n'est pas atteinte depuis de nombreuses années. Par ailleurs, cette politique a conduit à des taux d'intérêt bas dont profitent les Allemands qui paient des charges d'intérêt faibles sur leurs dettes publiques, comme le rappelle Jeromin Zettelmeyer. Enfin, la balance commerciale fortement excédentaire de l'Allemagne montre que l'absence d'ajustement de taux de change dans la zone euro a largement bénéficié à l'Allemagne. Rappelons, que l'Allemagne a exporté plus que la Chine en volume en 2016, selon l'institut allemand

Ifo !

Ma présentation s'est basée sur les nombreux travaux de l'OFCE sur la crise européenne. L'OFCE a publié un [billet](#) analytique sur les effets d'une sortie de la zone euro en montrant tous les coûts associés. Les travaux de [Durand et Villemot](#) fournissent des bases analytiques pour donner des ordres de grandeur. Quelle serait la réduction de la richesse des Allemands en cas d'explosion de la zone euro ? Le résultat n'est, somme toute, pas très surprenant. Les Allemands seraient les premiers perdants avec une perte de richesse de l'ordre de 15% du PIB. Bien sûr, ces chiffres sont extrêmement fragiles, et il faut les interpréter avec la plus grande des prudenances. L'explosion de la zone euro nous plongerait dans le domaine de l'inédit, qui nous surprendrait par des déstabilisations que l'on ne soupçonne pas.

Après ces éléments préliminaires, le cœur de ma présentation s'est ensuite concentré sur un point simple. Notre véritable défi est de construire des marchés du travail cohérents au sein de la zone euro, tout en diminuant les inégalités. Après la politique monétaire commune, la coordination des politiques budgétaires qui a été réalisée dans la douleur après 2014 et les errements des politiques fiscales récessionnistes (l'austérité), la question principale pour l'Europe dans les dix ans à venir est de rendre cohérents les marchés du travail. En effet, une puissante force déstabilisatrice en Europe est la modération salariale en Allemagne, fruit de la difficulté de la réunification au début des années 1990, comme on l'a montré dans [un article avec Mathilde Le Moigne](#). Ce que l'on appelle le problème de l'offre en France est en fait le résultat des divergences européennes sur le marché du travail après la modération salariale allemande. J'ai [proposé au Parlement](#) européen l'introduction d'une discussion européenne de la dynamique des salaires nationaux afin de faire converger les salaires de manière non déflationniste et en évitant un chômage élevé dans le sud de l'Europe. Cette coordination des

politiques économiques sur le marché du travail est désignée par l'anglicisme *wage stance*. Coordination de l'évolution des salaires minimums et des salaires réglementés, indication de l'orientation des évolutions salariales pour les négociations sociales, autant d'outils de coordination des marchés du travail.

Un second outil est bien sûr la constitution d'une [assurance chômage européenne](#), qui est bien moins complexe que l'on pourrait le penser. Cette assurance-chômage européenne a vocation à être complémentaire des assurances chômage nationales et non un substitut. En effet, les systèmes nationaux d'assurance chômage sont hétérogènes car, d'une part les marchés du travail sont distincts, et d'autre part les préférences nationales sont différentes. Les systèmes d'assurance chômage sont le fruit de compromis sociaux historiques pour la plupart.

Comment interpréter cette relative radicalité allemande contre l'Europe actuelle ? Peut-être représente-elle le mécontentement d'économistes perdant de l'influence en Allemagne. Cela peut sembler paradoxal, mais nombre d'économistes et d'observateurs allemands évoluent pour reconnaître la nécessité de construire une Europe différente, non assise sur des règles, mais laissant la place à des choix politiques au sein d'institutions fortes. Des institutions agiles et respectées plutôt que des règles. Cette position est associée à la France dans le débat européen : le choix plutôt que la règle. L'accord de coalition allemand qui a rendu possible un gouvernement SPD/CDU place la question européenne au centre de cet accord mais avec un grand flou sur le contenu. Quelques évolutions permettront de tester la pertinence de cette hypothèse, notamment la question d'un ministre de la zone euro, de la nature des règles de décision au sein de l'institution-clé pour résoudre les crises, le mécanisme européen de stabilité.

Europe : Changer de logiciel/modèle/paradigme/narration

Une seconde conférence plus confidentielle s'est avérée plus passionnante encore. Avec la présence de l'European Climate Foundation sur la question du climat, la présence de l'institution INET sur l'évolution de la pensée économique, de l'OFCE sur les déséquilibres européens ; le but de la conférence étant de réfléchir à un changement de paradigme, ou de *narration*, pour penser une articulation nouvelle entre politique et économie, État et marché, afin de penser une croissance soutenable, sur le plan climatique mais aussi social. Une narration est une vision du monde véhiculée par un langage simple. Ainsi la narration « néolibérale » se construit-elle sur des mots positifs : « concurrence », « marchés », « liberté », et des mots négatifs : « rentes », « interventionnisme », « égalitarisme », qui ont permis de créer un langage. Donald Trump produit une narration tout aussi efficace : « giving power back to the people », « America first » ; cette narration marque le retour du politique sur le mode d'un nationalisme assumé.

Comment construire une autre narration qui place au centre l'évidence de la lutte contre le réchauffement climatique, l'augmentation des inégalités, l'instabilité financière ? Pendant une journée des économistes renommés en Europe ont parlé de l'intelligence artificielle, du réchauffement climatique, des formes actuelles de politiques économiques et industrielles, de la dynamique du crédit et des bulles financières, etc. Des travaux empiriques à la pointe de la recherche et des réflexions sur la possibilité d'un discours cohérent se sont mélangés dans la promesse d'un discours (narration) alternatif. Ce n'est qu'un début. On perçoit là la possibilité d'un renouvellement de la pensée au-delà des clivages politiques pour parler au fond que de l'essentiel : comment mettre l'économie au service d'un projet politique qui ne vise pas à reconstruire des frontières pour exclure mais à penser notre humanité commune ?

Ces deux conférences montrent la vitalité du débat européen,

qui est présenté sous un angle trop technique en France. La raison d'être de l'euro, c'est un projet commun. C'est à ce niveau qu'il faut amener le débat avant les échéances électorales européennes de 2019.



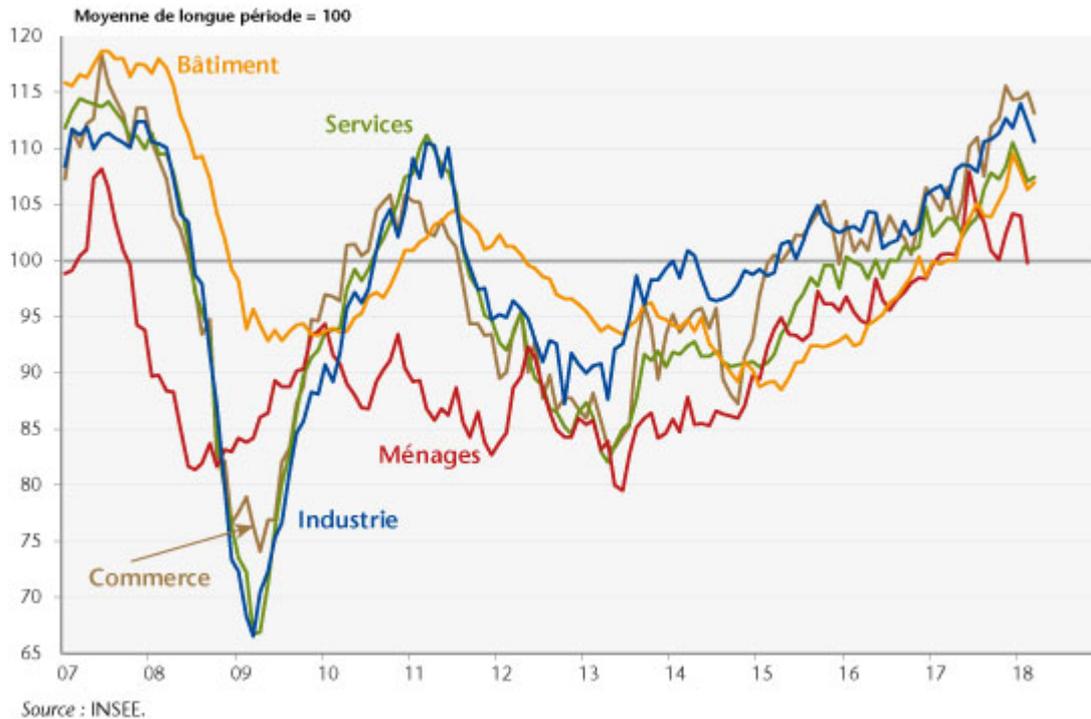
L'indicateur avancé : trou d'air au premier semestre

par [Hervé Péléraux](#)

La publication le 22 mars dernier des enquêtes de conjoncture dans les différentes branches de production confirme le tassement de l'opinion des chefs d'entreprises interrogés par l'INSEE en mars. Les climats des affaires restent certes au voisinage de leurs pics précédents (2007 et 2011), mais depuis

décembre plus aucune branche n'affiche de progression. La confiance des ménages, quant à elle, est en net recul en février depuis son sommet de juin 2017.

Graphique 1. Climats des affaires en France



Au stade actuel, il convient d'être prudent quant à l'interprétation de ces signaux. D'abord, les séries d'enquêtes ne sont pas exemptes de volatilité à l'échelon mensuel et cette volatilité se manifeste aussi sur les hauts de cycle, comme on l'a vu en 2007, avec des mouvements ponctuels contraires à l'orientation générale des données. Ensuite, la confiance reste largement supérieure à sa moyenne de longue période dans toutes les branches, laissant entendre que l'activité reste supérieure à sa croissance de moyen terme. Par conséquent, même si la croissance devait probablement ralentir au début de l'année 2018, ce passage à vide ne serait aucunement le signal d'une inversion du cycle en cours en l'état actuel de l'information sur les enquêtes.

Le hoquet actuel des enquêtes de conjoncture peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèsera, au premier trimestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages (voir sur ce point P. Madec et *alii*, « [Budget 2018 : pas](#)

[d'austérité mais des inégalités](#) », *Policy Brief* N°30, 15 janvier 2018). L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, à la hausse du tabac et à la fiscalité écologique devraient retentir négativement sur la consommation des ménages. Les données quantitatives disponibles jusqu'en janvier, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens, confirment ces inquiétudes pour le début de l'année, avec des acquis de croissance très négatifs pour le premier trimestre, respectivement -1,9 et -1,7 %. Cet effet négatif de la fiscalité serait toutefois ponctuel et pourrait jouer en sens inverse au second semestre avec la montée en charge de certaines mesures visant à soutenir le pouvoir d'achat.

Par rapport au mois dernier, les anticipations de l'indicateur avancé répercutent à nouveau à la baisse le tassement des enquêtes : estimée à +0,6 % en février, la croissance pour le premier trimestre 2018 est en repli à +0,5 % selon l'estimation de mars. Pour le deuxième trimestre, l'estimation de février à +0,5 % est révisée en mars à +0,4 %, rythme qui demeure toutefois très largement supérieur à la croissance moyenne du PIB estimée à 1,1 % en rythme annuel depuis la mi-2011.

Graphique 2. Le taux de croissance du PIB observé et ajusté

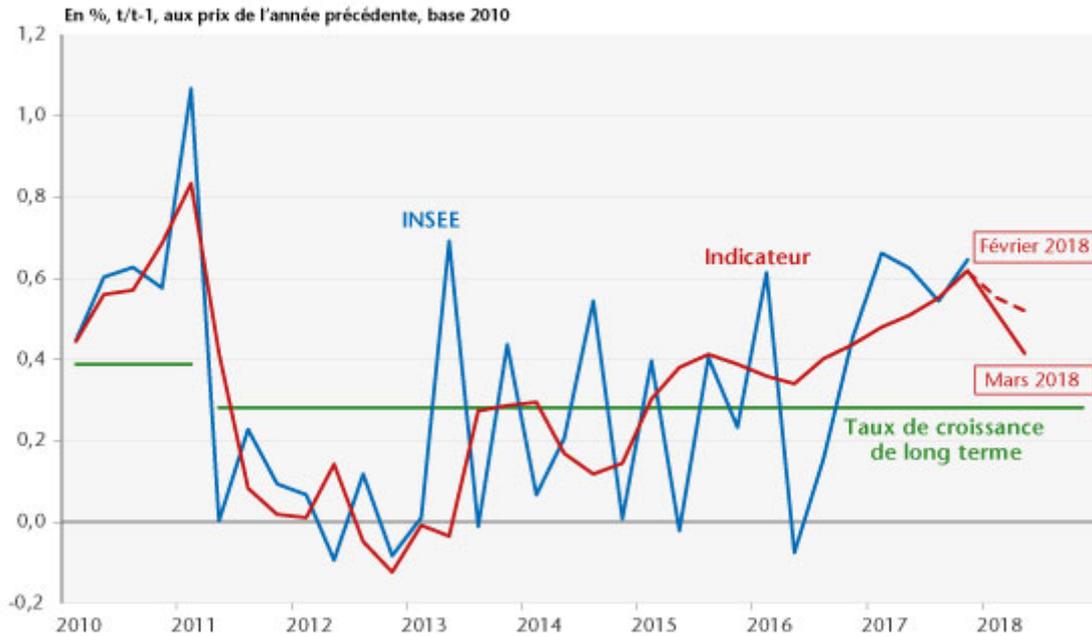


Tableau. Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2010

	2017				2018	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
INSEE	+0,7	+0,6	+0,5	+0,6	-	-
Indicateur	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,5	+0,4

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Salaires minimum : du coût salarial au niveau de vie. Une comparaison France,

Allemagne et Royaume-Uni

par Odile Chagny, IRES, [Sabine Le Bayon](#), [Catherine Mathieu](#), [Henri Sterdyniak](#), OFCE

La plupart des pays développés ont aujourd'hui un salaire minimum, en particulier 22 des 28 pays de l'UE. La France a longtemps fait figure d'exception, avec un salaire minimum relativement élevé. Mais, en 1999, le Royaume-Uni a mis en place un salaire minimum, et l'objectif du gouvernement britannique est de porter ce salaire à 60 % du salaire médian d'ici 2020, ce qui le placerait au niveau de la France dans le haut du classement des pays de l'OCDE. Plus récemment, en 2015, l'Allemagne a introduit un salaire minimum.

Toutefois, le salaire brut est une notion juridique. Ce qui importe du point de vue économique est le coût du travail pour l'entreprise, et le revenu disponible (tenant compte des prestations et des impôts) des ménages de salariés payés au salaire minimum.

Nous présentons dans le [Policy Brief n° 34](#) une comparaison des salaires minima en vigueur en 2017 dans ces trois pays, à l'aide de cas-type, du point de vue du coût du travail, puis du niveau de vie des salariés.

Il apparaît que le coût du travail est un peu plus élevé en Allemagne qu'en France et nettement plus qu'au Royaume-Uni, et que les réformes annoncées en France pour 2019 (baisse des cotisations) renforceront l'avantage compétitif de la France vis-à-vis de l'Allemagne. Le coût du travail au salaire minimum n'est donc pas particulièrement élevé en France (tableau).

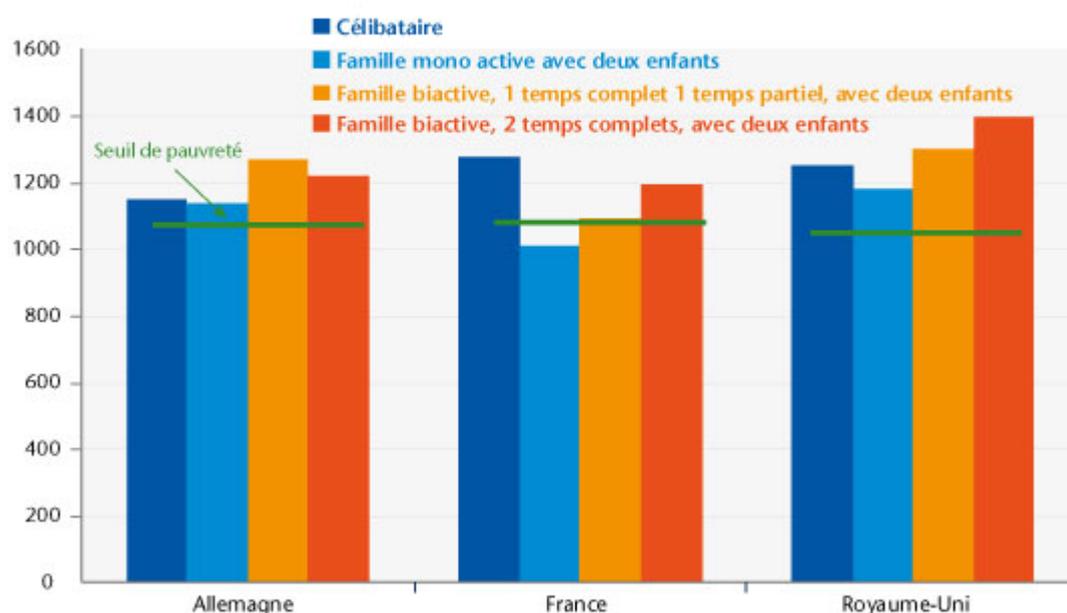
Tableau. Coût du travail, salaire brut et salaire net par heure pour un emploi rémunéré au salaire minimum légal en vigueur en avril 2017

	Allemagne	France	Royaume-Uni
Coût du travail horaire	10,84 €	10,68 €	9,26 €
Taux de CS employeur	22,7 %	9,4 %	5,54 %
Salaire brut horaire	8,84 €	9,76 €	8,77 €
Taux de CS salarié	20,8 %	23,3 %*	4,82 %
Salaire net horaire	7,01 €	7,49 €	8,35 €
Salaire net/ extra brut	64,7 %	70,1 %	90,2 %
Salaire net horaire (PPA)	7,31 €	7,49 €	7,82 €

Source : calculs des auteurs.

En ce qui concerne le revenu disponible, la comparaison de différentes configurations de temps de travail et de situations familiales met en évidence des logiques différentes dans les trois pays. En Allemagne, la logique sous-jacente est de protéger les familles de la pauvreté, quelles que soient les modalités de travail des parents. A contrario, en France, une famille avec deux enfants doit cumuler deux temps complets au SMIC pour échapper à la pauvreté, le système socialo-fiscal voulant inciter à l'insertion des femmes dans le marché du travail. La France est ainsi le seul des trois pays où une famille mono-active avec deux enfants dont l'un des parents travaille à temps complet au salaire minimum est en dessous du seuil de pauvreté monétaire (graphique).

Graphique. Niveau de vie d'un célibataire et de familles avec deux enfants de 7 et 9 ans (mono-active ou bi-active), en euros courants par mois en avril 2017



Source : calculs des auteurs.

Du point de vue de la position relative des salariés au salaire minimum par rapport à l'ensemble de la population, notre étude met en évidence la situation plutôt favorable du Royaume-Uni. Le niveau de vie y est comparativement élevé : toutes les familles considérées dans nos cas types ont un niveau de vie supérieur au seuil de pauvreté, de l'ordre de 30% pour une famille où les deux parents travaillent au salaire minimum à temps complet. Le gain à la reprise d'un emploi y est, comme en France, élevé, alors qu'il est bas en Allemagne dans toutes les configurations.

Enfin, notre analyse contribue au débat sur la mise en place d'un salaire minimum en Europe. Une politique d'harmonisation des salaires minima en Europe telle que celle qui est proposée par la Confédération européenne des syndicats et soutenue par la France, ne peut se concevoir uniquement en termes de revenus salariaux, mais doit aussi tenir compte des objectifs visés en termes de niveaux de vie, tout particulièrement pour les familles.

Une inflation faible pour longtemps ?

Par Thomas Hasenzagl, Filippo Pellegrino, Lucrezia Reichlin et Giovanni Ricco

L'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels confirme le point de vue de la BCE selon lequel l'inflation dans la zone euro se redressera et sera de nouveau dans la fourchette cible de la banque centrale en 2019. Ce billet discute et conteste ce diagnostic. En utilisant un modèle qui formalise l'idée selon laquelle la dynamique de l'inflation est fonction de trois composantes – les anticipations à long terme, la courbe de Phillips et le mouvement du prix du pétrole – elle prévoit une inflation de la zone euro de seulement 1,1% en 2019, un taux proche du taux implicite selon les marchés obligataires[\[1\]](#).

Selon une vision communément admise en économie (voir par exemple, Yellen 2016), trois composantes influent sur la dynamique de l'inflation: une tendance lente reflétant les anticipations à long terme, la courbe de Phillips reliant les variables réelles et nominales et l'impact des fluctuations du pétrole sur les anticipations et les prix. Dans un article récent (Hasenzagl et al., 2018), nous proposons un modèle formalisant ce point de vue. Notre modèle, appliqué à l'inflation américaine, suggère que la courbe de Phillips est bien identifiée et stable, mais que cet effet est souvent dominé par des fluctuations cycliques liées au prix du pétrole qui co-évoluent avec les anticipations d'inflation. Contrairement au modèle standard de la courbe de Phillips avec anticipations rationnelles, ce «cycle pétrolier» n'affecte pas l'écart de production et est transmis aux prix en tant que

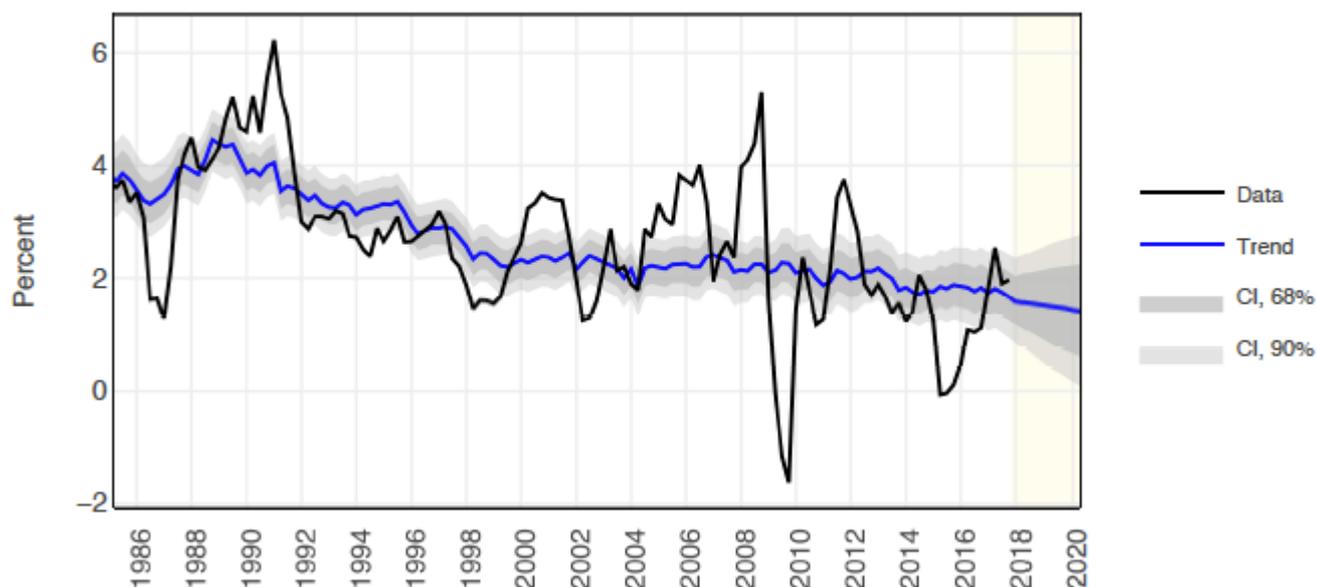
composante purement anticipative.

Dans ce billet, nous présentons les principaux résultats de l'inflation de la zone euro basés sur le même modèle et les comparons avec ce que nous avons obtenu pour les États-Unis. Nous utilisons ensuite le modèle pour prévoir la hausse de l'HIPC (Indice des prix à la consommation harmonisé) dans la zone euro sur un horizon allant jusqu'à deux ans et décomposons la prévision en trois composantes – les anticipations tendancielle, la courbe de Phillips et l'effet des variations du prix du pétrole – afin d'évaluer la probabilité de revenir à la cible de 2 % dans les deux prochaines années.

Les graphiques 1 et 2 présentent les données sur l'inflation ainsi que l'inflation tendancielle, que nous identifions comme une composante commune aux anticipations d'inflation de long terme et à l'inflation. La différence entre les deux économies est assez prononcée. Historiquement, l'inflation tendancielle aux États-Unis semble avoir lentement diminué depuis les années 80, avant de se stabiliser dans les années de 2000 à 2010. Depuis, elle baisse légèrement à nouveau. Dans la zone euro, nous décelons un lent déclin historique dû à la préparation à l'entrée dans l'union monétaire et, plus récemment, une dérive à la baisse en 2012. Cette dernière arrive, environ un an après les deux baisses de taux d'intérêt mises en œuvre par la BCE. Ensuite, l'inflation dans la zone Euro s'est stabilisée à un niveau inférieur à partir de 2016.

Graphique 1 : Inflation tendancielle – CPI aux États-Unis

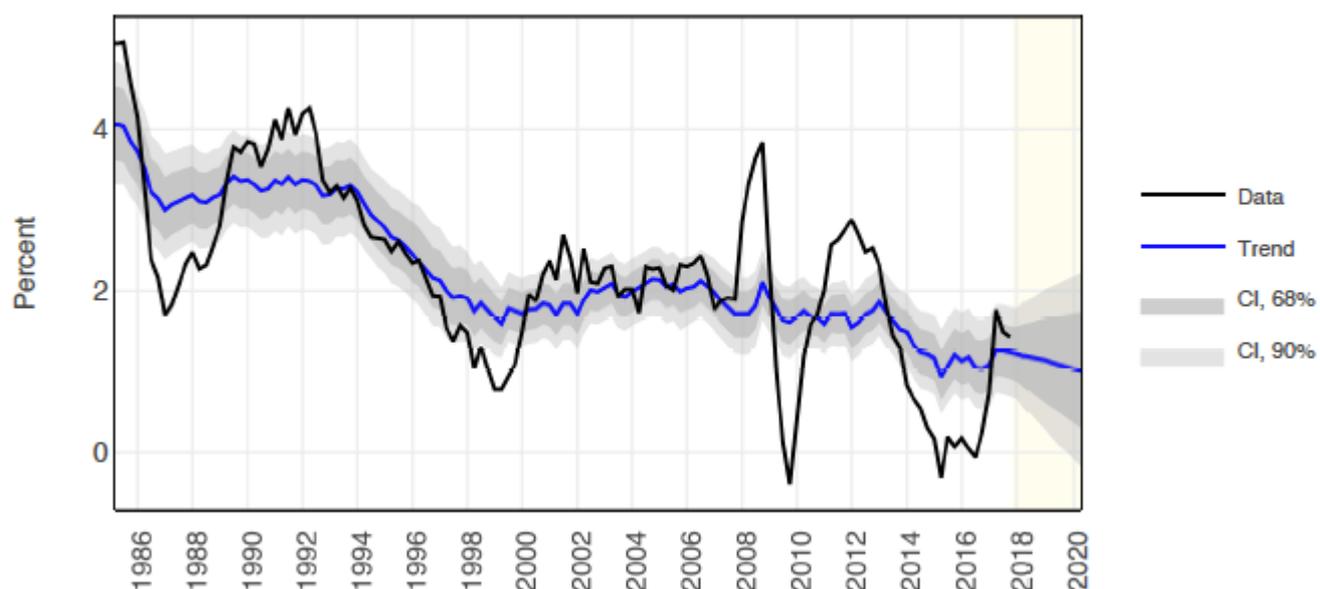
CPI inflation



Notes : CPI (prix à la consommation aux Etats-Unis) et inflation tendancielle trimestrielle (en glissement annuel). La période de prévision est indiquée par une zone grisée entre 2017-T4 et 2020-T1. Légende : données ; tendance ; intervalles de confiance à 68 et 90 %. Source : Calculs des auteurs, BLS.

Graphique 2 : Inflation tendancielle – HIPC dans la zone euro

HICP inflation



Note : HIPC trimestriel et tendance trimestrielle. La période de prévision est indiquée par une zone grisée et va de 2017-T4 à 2020-T1. L'HIPC de 1998 est reconstruit à l'aide des données

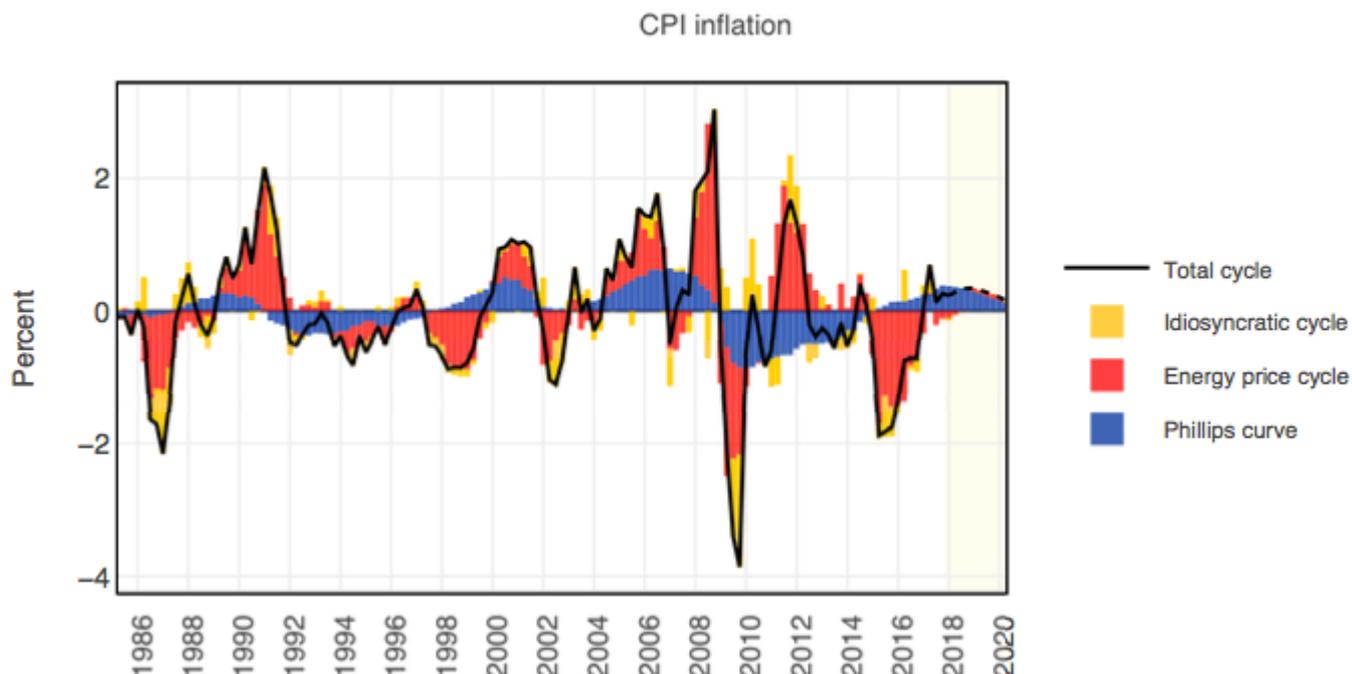
du modèle à l'échelle de la zone (AWM). *Légende* : données ; tendance ; intervalles de confiance à 68 et 90 %. *Source* : Calculs des auteurs, AWM, BCE.

Les graphiques 3 et 4 montrent les composantes stationnaires de l'inflation telles issues du modèle pour la zone euro et les États-Unis: la courbe de Phillips (ligne bleue), un «cycle du prix du pétrole» (ligne rouge) et une composante stationnaire idiosyncratique non corrélée aux variables réelles et au prix du pétrole (ligne jaune).

Les résultats montrent que, dans les deux économies, les prix du pétrole et l'activité réelle sont tous deux importants pour expliquer les fluctuations temporaires de l'inflation, et que les deux cycles ont des caractéristiques différentes en termes de volatilité et de persistance.

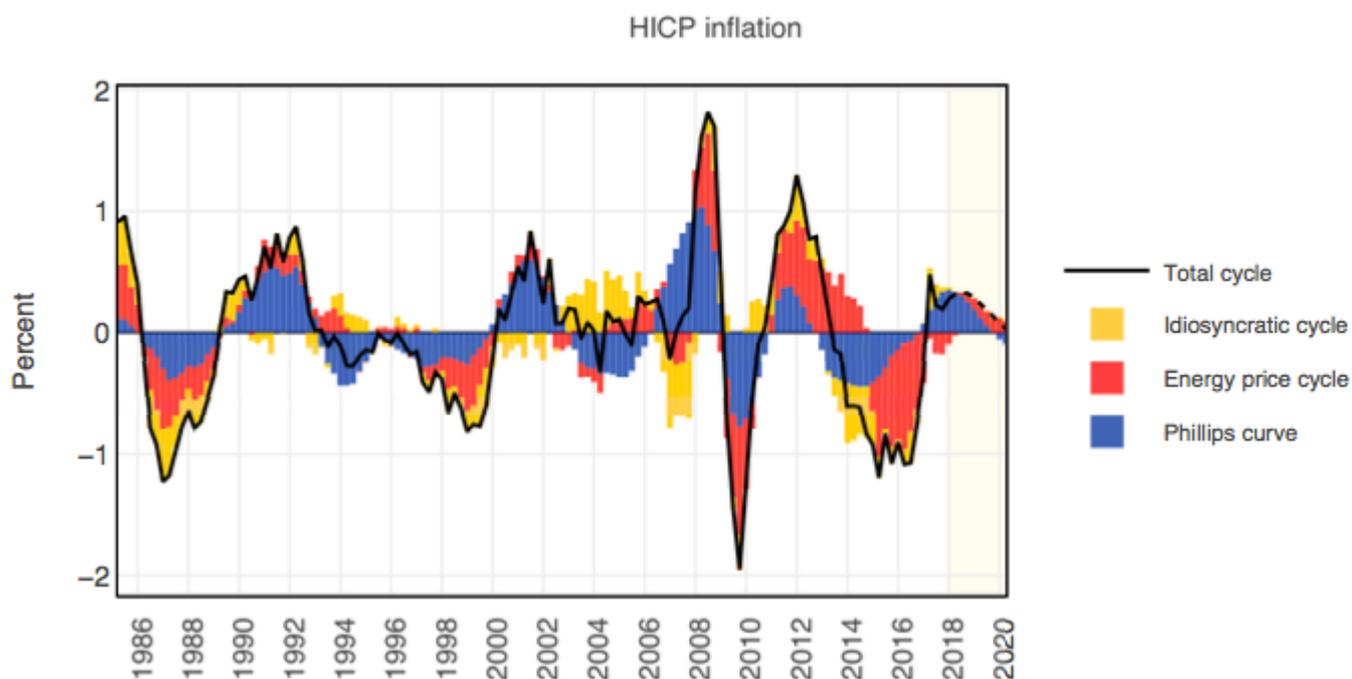
La courbe de Phillips – comprise dans la théorie macroéconomique moderne comme une relation reliant les variables réelles, les variables nominales et les anticipations d'inflation – est bien identifiée et a été relativement stable depuis le début des années 1980. Cependant, ce n'est pas toujours la composante dominante. De grandes fluctuations du prix du pétrole peuvent éloigner les anticipations des consommateurs de la relation nominale-réelle (les «désancrer») et induire des fluctuations des prix dictées par les anticipations. Ce résultat confirme l'intuition de Coibion et Gorodnichenko (2015) pour les États-Unis à partir d'une approche différente qui nous permet de retrouver un effet Phillips indépendant des anticipations liées aux mouvements du prix du pétrole et des prix.

Graphique 3 : Composante stationnaire de l'inflation (CPI) américaine



Note : Cycle trimestriel de l'inflation (en glissement annuelle). La période de prévision est indiquée par une zone grisée et va de 2017-T4 à 2020-T1. *Légende* : cycle total, composante cyclique idiosyncratique, composante cyclique liée au prix de l'énergie, effet courbe de Phillips. *Source* : Calculs des auteurs, BLS.

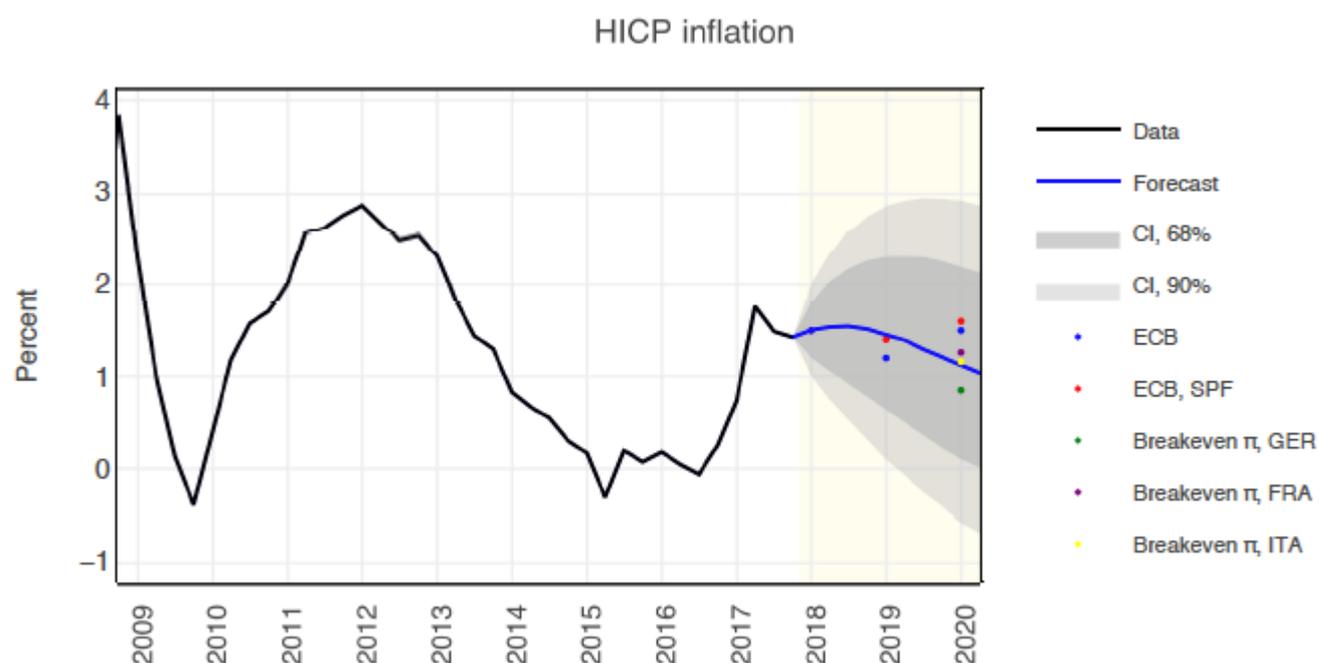
Graphique 4 : Composante stationnaire de l'inflation (HIPC) de la zone euro



Note : Cycle trimestriel de l'HIPC annuel. La période de prévision est indiquée par une zone grisée et va de 2017-T4 à 2020-T1. L'HIPC de 1998 est reconstruit à l'aide des données du modèle 'Area Wide Model' (AWM) par la BCE. *Légende* : cycle total, composante cyclique idiosyncratique, composante cyclique liée au prix de l'énergie, effet courbe de Phillips. *Source* : Calculs des auteurs, AWM, BCE.

Le modèle est ensuite utilisé pour faire des prévisions d'inflation dans la zone euro pour les deux prochaines années. Le graphique 5, compare nos résultats aux prévisions officielles.

Graphique 5. Prévisions pour l'inflation (HIPC) dans la zone euro



Note : HIPC trimestriel d'une année sur l'autre. La période de prévision est indiquée par une zone grisée et va de 2017-T4 à 2020-T1. L'HIPC de 1998 est reconstruit à l'aide des données du 'Area Wide Model' (AWM) par la BCE. *Légende* : donnée, prévision, intervalles de confiance à 68 et 90%. *Source* : calculs des auteurs, AWM, Bloomberg, BCE.

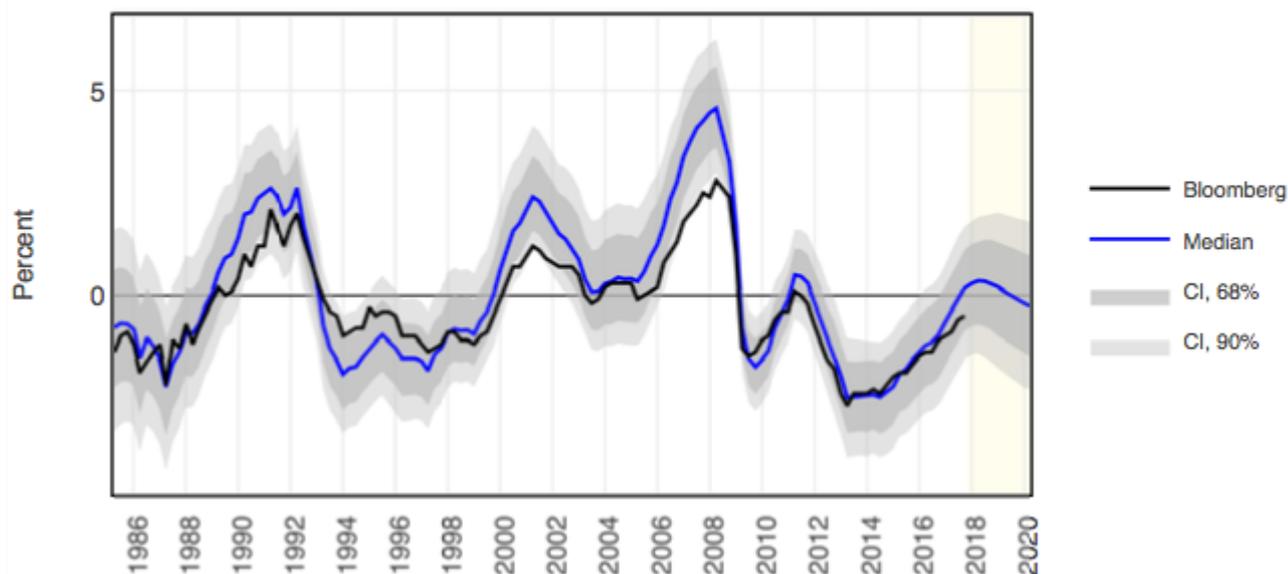
En 2018, notre modèle prévoit un taux d'inflation de 1,5%, contre 1,3 % pour la prévision de la BCE. Pour 2019, le modèle prédit une baisse de la progression des prix à 1,1%, en deçà de la prévision d'inflation de la BCE qui s'élève à 1,6% et de la prévision médiane de 1,6% issue de l'enquête réalisée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (SPF). La projection du modèle est en ligne avec les prévisions de point-mort d'inflation obtenues sur le marché obligataire pour l'Italie et la France et dépasse ce point mort d'inflation pour l'Allemagne. Compte tenu de l'incertitude, le modèle nous indique que la probabilité que l'inflation soit inférieure à 1,6% en 2019 est de 68%.

Les prévisions peuvent être facilement interprétées, en utilisant notre décomposition structurelle.

- Le modèle ne prévoit pas que les anticipations de tendance se redressent. Ceci est bien sûr en partie la conséquence du fait que l'inflation tendancielle est modélisée comme une marche aléatoire avec dérive constante. Cela pourrait changer en fonction des politiques
- La composante cyclique expliquée par les prix du pétrole ne devrait pas se redresser, en l'absence de chocs futurs. Ceci est en ligne avec les anticipations implicites sur les marchés à terme. [\[2\]](#)
- Les conditions économiques réelles ne semblent pas non plus suffisantes pour exercer une pression à la hausse. En fait, notre modèle détecte que le cycle a atteint un sommet et prévoit donc un ralentissement des conditions économiques réelles qui nous ramènera à la tendance d'ici 2019 (voir le graphique 6).

Graphique 6 : Écart de production

Euro Area output gap



Note : L'écart de production trimestriel est calculé comme le rapport entre le cycle du PIB et la tendance. La période de prévision est indiquée par une zone grisée et va de 2017-T4 à 2020-T1. Le PIB avant 1995 est reconstruit à l'aide des données du modèle (AWM). *Source* : calculs des auteurs, AWM, Bloomberg, BCE.

L'écart de production estimé par notre modèle implique que l'économie atteint un pic au premier trimestre 2018, et un creux à partir de la deuxième partie de 2019. Les résultats de notre analyse sont cohérents avec l'estimation de Bloomberg de l'écart de production (BCMPOGEA Index). Globalement, la probabilité que l'écart de production devienne négatif à la fin de 2019 est estimée à 57%.

Conclusion

La prévision des différentes composantes de l'inflation dans la zone euro indique une forte probabilité que l'inflation reste inférieure à 1,6% en 2019. Cette prévision repose sur l'évaluation selon laquelle les anticipations tendanciennes resteront au niveau des dix dernières années, que les pressions sur les prix du pétrole resteront modérées, et que

l'économie commencerait à ralentir dans la deuxième partie de 2018.

Ce billet est paru en anglais sur le site de voxeu : [Low inflation for longer](#)

Références

Coibion, O and Y Gorodnichenko (2015), "Is the Phillips Curve Alive and Well after All ? Inflation Expectations and the Missing Disinflation", *American Economic Journal: Macroeconomics* 7(1): 197-232.

Hasenzagl, T, F Pellegrino, L Reichlin, and G Ricco (2018), "[A Model of the Fed's View on Inflation](#)", Sciences Po OFCE Working Paper, n°03, 2018-01-16.

Yellen, J L (2016), "Macroeconomic research after the crisis", speech at "The Elusive 'Great' Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics", 60th Annual Economic Conference, sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston.

[1] « Le taux d'inflation implicite ou point-mort d'inflation, représente la différence de rendement entre une obligation classique (taux nominal) et son équivalente (même émetteur, même échéance...) indexée sur l'inflation (taux réel). Il représente alors l'inflation moyenne anticipée par les marchés sur la durée de vie de l'obligation.

[2] Au 8 janvier, le prix du pétrole est d'environ 62 \$ US / baril. Les contrats à terme sur le pétrole brut pour décembre 2018 se vendent 59 \$ / bbl et les contrats à terme sur pétrole pour décembre 2019 se vendent autour de 56 \$ / bbl, ce qui

laisse entendre que les investisseurs prévoient actuellement une baisse du prix du pétrole au cours des deux prochaines années.

Les dilemmes du capitalisme immatériel

par [Sarah Guillou](#)

Revue de : Jonathan Haskel et Stian Westlake, *Capitalism Without Capital. The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017, 288 p.

Ce livre est à la croisée des débats sur la nature de la croissance contemporaine et future. La place grandissante des actifs intangibles est en effet au cœur des interrogations sur les gains de productivité, les emplois de demain, la croissance des inégalités, la fiscalité des entreprises et la source des revenus futurs.

Il ne s'agit pas du énième ouvrage sur la nouvelle économie ou sur les ruptures technologiques à venir, il s'agit plus fondamentalement d'un livre sur la rupture qu'opèrent des modes de production de moins en moins fondés sur le capital fixe ou matériel mais de plus en plus sur les actifs immatériels. Les digressions sur la société de l'immatériel ne sont pas nouvelles, mais l'intérêt de l'ouvrage est de lui donner un vrai contenu économique et de synthétiser l'ensemble des recherches qui montrent les bouleversements économiques que la montée de ce type de capital entraîne.

Jonathan Haskel et Stian Westlake décrivent les changements qu'induit la part grandissante des actifs immatériels dans

l'économie du 21^e siècle, qu'il s'agisse de la mesure de la croissance, de la dynamique des inégalités, de la façon de diriger une entreprise, de financer l'économie ou bien de définir les politiques publiques de croissance. Si les auteurs n'ont pas l'ambition de construire une nouvelle théorie de la valeur, ils apportent néanmoins les preuves qu'elle est à reconstruire. Ces preuves se fondent notamment sur la construction d'une base de données – INTAN-invest – dans le cadre d'un programme financé par la Commission européenne, construction initiée par les travaux américains de Corrado, Hulten et Sichel (2005, 2009).

Qu'entend-t-on par actifs immatériels ? Il s'agit des éléments immatériels d'une activité économique qui génère de la valeur sur plus d'une période : une marque, un brevet, un droit d'auteur, un design, un mode d'organisation ou de production, un procédé de fabrication, un programme informatique ou algorithme qui crée de l'information, mais aussi une réputation ou une innovation marketing, voire la qualité et/ou la spécificité de la formation du personnel. Ce sont des actifs qui doivent augmenter positivement le bilan d'une entreprise ; ils peuvent se déprécier avec le temps ; ils résultent de la consommation de ressources et donc d'un investissement immatériel ou incorporel. Il existe un consensus large sur l'importance de ces actifs pour expliquer le prix des biens et services que nous consommons et pour déterminer la compétitivité hors-prix des produits. Ces actifs seraient les éléments déterminants de la « valeur ajoutée ».

Cependant, malgré ce consensus, la mesure des actifs immatériels est loin d'être à la hauteur de leur importance. Or, une mauvaise mesure des actifs conduit à de nombreuses distorsions statistiques : d'une part de la mesure de la croissance – car les investissements augmentent le PIB –, d'autre part de la mesure de la productivité – car le capital et la valeur ajoutée sont mal mesurés –, enfin des profits et peut-être aussi du partage de la valeur ajoutée si le capital

immatériel est inscrit en dépense et non en investissement. Plus particulièrement, les auteurs montrent que la montée des actifs des intangibles peut expliquer les quatre arguments qui sous-tendent la stagnation séculaire. Tout d'abord, le ralentissement de la productivité serait le résultat d'une valorisation incorrecte de la valeur ajoutée immatérielle. Par ailleurs, la distance entre profits et valeur comptable des entreprises pourrait s'expliquer par une comptabilité incomplète des actifs intangibles sous-estimant le capital, tout comme le ralentissement de l'investissement malgré des taux d'intérêt très bas. Enfin, l'augmentation des inégalités de productivité et de profits entre entreprises est le résultat des caractéristiques des actifs intangibles qui polarisent les profits et sont associés à d'importants rendements d'échelle.

La conscience du problème de mesure n'est pas récente. Les auteurs rappellent les événements majeurs qui ont réuni les experts pour progresser dans la mesure des actifs immatériels jusqu'à la dernière réforme des systèmes de comptabilité nationale qui enrichit la FBCF de la R&D, notamment SNA, 2008, en passant par l'écriture du *Manuel de Frascati* (1963, 2015) qui pose les bases de la comptabilité de l'activité de R&D. Mais, il n'est pas encore possible de comptabiliser tous les actifs immatériels. Cela tient en partie au fait que la comptabilité des entreprises marque une certaine réticence à l'intégration du capital immatériel dans la mesure où ce capital n'a pas de prix de marché. Ainsi, s'il est simple d'inscrire en actif l'achat d'un brevet, il est beaucoup plus compliqué de valoriser le développement d'un algorithme au sein de l'entreprise ou de donner une valeur à son mode d'organisation, ses procédés innovants de fabrication, voire ses efforts de formation interne du personnel. Seul ce qui s'échange sur un marché a une valeur externe que l'on peut inscrire, sans sourciller, à l'actif du bilan.

Pourtant l'enjeu de cette mesure est fondamental si l'on en

croît la suite du livre. En effet, l'immatérialité croissante du capital a des conséquences sur les inégalités (chapitre 6), les institutions et les infrastructures (chapitre 7) le financement de l'économie (chapitre 8), la gouvernance privée (chapitre 9) et la gouvernance publique (chapitre 10).

Si l'enjeu est fondamental c'est parce que les actifs immatériels ont des caractéristiques spécifiques qui se résument aux « quatre S » (chapitre 2): « scalable, sunkedness, spillovers et synergies ». Ce qui signifie d'une part que les actifs immatériels ont la particularité de pouvoir se déployer sur de grande échelle de production sans se déprécier (« scalable »). D'autre part, qu'ils sont associés à des dépenses irrécouvrables, c'est-à-dire qu'une fois l'investissement réalisé, l'entreprise peut difficilement envisager revendre l'actif sur un marché secondaire, il n'y a pas de retour en arrière possible (« sunkedness »). Ensuite, ils induisent des effets de diffusion, ou autrement dit, ces actifs rayonnent au-delà de leur propriétaire (« spillovers »). Enfin, ils se combinent aisément en créant des synergies qui en multiplient la rentabilité (« synergies »).

Ces caractéristiques impliquent une modification du fonctionnement du capitalisme dont tout le monde est déjà témoin : elles donnent une prime aux vainqueurs, elles exacerbent les différences entre les détenteurs d'actifs immatériels spécifiques et ceux qui évoluent dans des activités plus classiques, elles polarisent l'activité économique dans les grands centres urbains et elles survalorisent les talents des managers capables d'orchestrer les synergies entre actifs immatériels. En même temps, la prévalence de ces actifs exige des politiques publiques modifiées. La première relève de la protection des droits de propriété de ces actifs intangibles, par nature intellectuels, et dont la volatilité rend difficile leur complète appropriation. Le développement des droits de la propriété

intellectuelle est ancien, mais aujourd'hui il fait face à deux défis : son universalité (bien des pays ne l'appliquent qu'avec parcimonie) et son équilibre (il ne doit pas conduire à créer des barrières complexes rendant impossible l'entrée de nouveaux innovateurs, tout en étant suffisamment protecteur pour permettre l'appropriation des fruits de l'investissement). De plus, il faut favoriser les effets de diffusion en assurant le développement équilibré des villes et les interactions entre les individus, mais aussi créer les incitations au financement des investissements immatériels. Le financement bancaire qui prend appui sur des garanties tangibles est peu adapté à la nouvelle économie immatérielle d'autant plus qu'il bénéficie d'avantages fiscaux par la déduction des intérêts du revenu imposable. Il importe donc de développer le financement par émission d'actions mais aussi de développer les co-financements publics. Plus généralement, la politique publique la plus adaptée à l'économie immatérielle consiste à créer de la certitude, de la stabilité et de la confiance, à mettre en vis-à-vis de l'incertitude intrinsèque des investissements immatériels risqués.

Il ressort de cette lecture une claire conscience de la nécessité de promouvoir le développement des investissements dans les actifs immatériels mais aussi une mise en évidence des forces inégalitaires que crée l'immatérialité croissance du capital. Cette dualité pourrait s'avérer problématique.

Plus précisément, on identifie trois dilemmes à résoudre. Le premier concerne le mode de financement des investissements immatériels. Le caractère fortement risqué des investissements immatériels – car irrécouvrables, sans collatéral et de rendement incertain – appelle un comportement de diversification et d'éparpillement de la part des investisseurs. Et pourtant, comme le montrent les auteurs, ce dont ont besoin les entreprises de cette nouvelle économie, ce sont des investisseurs qui détiennent de gros blocs d'actions, stables et impliqués dans le projet de l'entreprise. Le second

dilemme concerne le soutien de l'Etat. Il se justifie parce que le rendement social des investissements immatériels dépasse le rendement privé et que face aux défauts de financement du privé, le financement public est nécessaire. Or, la fiscalité des entreprises ne s'est pas encore adaptée aux nouvelles sources de la création de richesse et les Etats font face à de croissantes difficultés à lever l'impôt et à identifier la base imposable. Sans compter que les Etats se font concurrence, par des dépenses fiscales ou des subventions, pour attirer les entreprises de la nouvelle économie. Le troisième dilemme est sans doute le plus fondamental. Il s'agit de l'opposition entre les inégalités, que ce soit sur le marché du travail (polarisation des emplois[1]), sur le marché des biens (concentration) ou sur le territoire (polarisation géographique), que suscite la croissance du capital immatériel d'une part, et la nécessité d'une forte cohésion sociale, d'un capital de confiance et de centres urbains humains qui sont des terrains favorables au développement des synergies et des échanges dont se nourrissent les actifs immatériels, d'autre part. Autrement dit, les inégalités créées altèrent le capital social, ce qui est préjudiciable au développement futur des actifs immatériels.

C'est dans la résolution de ces dilemmes que ce nouveau capitalisme pourra s'accorder avec nos démocraties.

[1] Voir Gregory Verdugo : [« Les nouvelles inégalités du travail. Pourquoi l'emploi se polarise », blog OFCE.](#)