

# Effets de bilan d'un éclatement de l'euro

par Cédric Durand (Université Paris 13) et [Sébastien Villemot](#)

Lorsqu'il a été introduit au tournant du millénaire, l'euro était largement perçu comme une réalisation majeure pour l'Europe. Les succès économiques apparents, conjugués à la convergence de plusieurs indicateurs économiques entre pays, ont nourri ce sentiment de succès. Quelques années plus tard, le tableau semble radicalement différent. La crise financière mondiale a révélé des déséquilibres qui ont conduit à la crise des dettes souveraines et ont amené la zone euro au bord de la dislocation. Les politiques d'austérité, qui sont devenues la norme sur le continent en 2011, ont alimenté une longue stagnation[1], avec des taux de croissance bien pâles en comparaison des États-Unis et du Royaume-Uni.

Cette sous-performance économique a alimenté le ressentiment populaire vis-à-vis de l'euro, ce dernier étant aujourd'hui perçu par un nombre croissant d'Européens comme le problème plutôt que la solution. La communauté financière elle-même semble s'être préparée à la possibilité d'une sortie ou d'une dissolution de la monnaie unique, par la réduction de ses expositions transfrontalières. La Grèce a failli sortir en 2015. Enfin, l'atmosphère intellectuelle a également changé : des penseurs de premier plan, tels que l'économiste américain Joseph Stiglitz, ou le sociologue allemand Wolfgang Streeck sont les représentants les plus visibles d'un changement d'attitude plus général.

La sortie d'un pays de l'euro, voire la dissolution de la monnaie unique, est donc devenue une possibilité concrète. Un tel événement aurait évidemment un impact majeur sur plusieurs plans. Au niveau économique, la conséquence la plus évidente concernerait les marchés de produits, du fait des nouveaux

taux de change ; l'incertitude prévaudrait certes à court terme, mais à plus long terme la possibilité d'ajuster les parités nominales contribuerait à la résorption des déséquilibres des comptes courants.

Il existe toutefois un autre impact, moins discuté, mais potentiellement plus perturbateur : les modifications des bilans des acteurs économiques, résultant du processus de redénomination monétaire. Ce processus pourrait introduire des déséquilibres importants dans les bilans entre actifs et passifs. Il est crucial d'évaluer ces effets de bilan, car ils pourraient affecter les relations financières, l'investissement et le commerce, avoir des effets redistributifs inattendus et, s'ils n'étaient pas gérés adéquatement, conduire à des perturbations dans la sphère productive.

Les questions concrètes que nous posons sont les suivantes. Si un pays sort de l'euro et déprécie sa nouvelle monnaie nationale, quelles seront les conséquences pour les agents économiques nationaux qui ont des passifs libellés en euros : seront-ils en mesure de rembourser dans la nouvelle monnaie nationale ? Sinon, pourront-ils éviter la faillite malgré l'augmentation de leur dette ? Inversement, quelles sont les conséquences pour les pays sortants dont la nouvelle monnaie s'appréciera et qui ont accumulé des actifs étrangers ?

Dans une [récente étude](#), nous proposons une évaluation de ce risque de redénomination dans la zone euro, par pays et par principaux secteurs institutionnels, dans deux scénarios : la sortie d'un seul pays et un éclatement complet.

Notre analyse s'appuie sur le concept de passifs et actifs « pertinents » : ce sont les postes du bilan qui ne seront pas redénominés dans la nouvelle monnaie après la sortie, pour des raisons juridiques ou économiques. Dans la pratique, le facteur le plus important pour déterminer quelles dettes ou actifs sont « pertinents » est le droit qui leur est

applicable : si un contrat financier est régi par le droit interne, il est très probable que le gouvernement du pays sortant puisse le redénommer dans la nouvelle monnaie, en faisant simplement voter une loi au Parlement. À l'inverse, les contrats de droit étranger (généralement de droit anglais ou new-yorkais) resteront en euros, ou seront redéterminés dans une autre devise si l'euro disparaît. Dans le premier cas, le prêteur supporte la perte économique ; dans le deuxième cas, le risque est supporté par l'emprunteur, dont la charge de la dette est augmentée, à moins qu'il ne décide de faire défaut et donc d'imposer des pertes au prêteur.

Commençons par regarder les passifs. Le tableau 1 présente nos estimations de la dette pertinente, par pays et par secteur institutionnel. Ce tableau donne donc une estimation de l'exposition des différents secteurs et pays à une sortie de l'euro suivie d'une dépréciation. Dans la mesure où les premiers mois après une sortie de l'euro seront les plus critiques, potentiellement marqués par un surajustement du taux de change, la composante de court terme de la dette pertinente est également indiquée.

**Tableau 1. Dette pertinente par secteur (% du PIB, T3 2015)**

En %

|                                 | Grèce | Italie | Portugal | Espagne | Irlande | France |
|---------------------------------|-------|--------|----------|---------|---------|--------|
| Administrations publiques       | 142   | 8      | 57       | 12      | 35      | 2      |
| <i>dont court terme</i>         | 3     | 1      | 1        | 0       | 2       | 0      |
| Entreprises financières         | 42    | 30     | 18       | 43      | 395     | 42     |
| <i>dont court terme</i>         | 29    | 4      | 2        | 8       | 98      | 8      |
| Entr. non financières + ménages | 13    | 18     | 20       | 15      | 312     | 33     |
| <i>dont court terme</i>         | 5     | 8      | 8        | 4       | 53      | 17     |

|                                 | Allemagne | Pays-Bas | Autriche | Luxembourg | Belgique | Finlande |
|---------------------------------|-----------|----------|----------|------------|----------|----------|
| Administrations publiques       | 6         | 5        | 35       | 7          | 10       | 17       |
| <i>dont court terme</i>         | 2         | 2        | 4        | 0          | 2        | 6        |
| Entreprises financières         | 28        | 225      | 35       | 876        | 22       | 59       |
| <i>dont court terme</i>         | 9         | 36       | 8        | 135        | 1        | 17       |
| Entr. non financières + ménages | 20        | 66       | 23       | 910        | 23       | 20       |
| <i>dont court terme</i>         | 5         | 18       | 6        | 385        | 13       | 4        |

Sources : BRI, base QEDS de la Banque mondiale, calculs des auteurs.

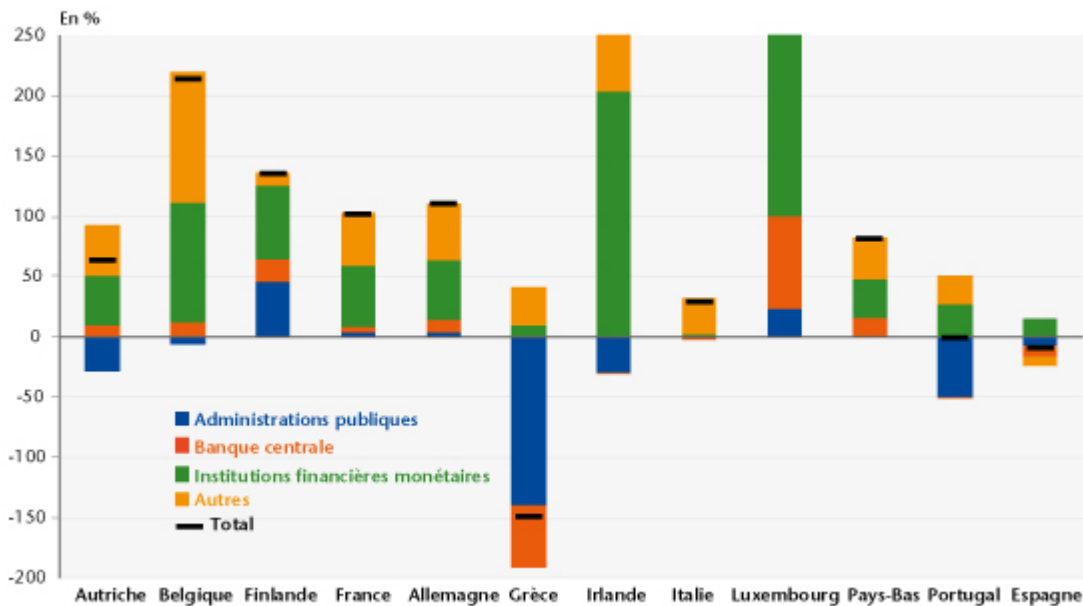
Du côté de la dette publique, les pays les plus menacés sont la Grèce et le Portugal, puisqu'ils disposent d'importants prêts extérieurs qui devront être remboursés en euros. À

l'inverse, la France ou l'Italie ne sont pas exposés sur leur dette publique, car celle-ci est quasi-intégralement régie par le droit interne et peut donc facilement être redénominée en francs ou en lires. Le secteur financier est plus exposé, en particulier dans les pays agissant comme intermédiaires financiers, tels que le Luxembourg, les Pays-Bas ou l'Irlande. L'exposition du secteur privé non financier semble beaucoup plus limitée (et en raison de certaines limites de nos données, les chiffres sont surestimés dans les pays dotés d'un système financier non bancaire très développé).

Néanmoins, les passifs pertinents ne résument pas l'enjeu à eux seuls. Les actifs pertinents sont également importants : pour les pays qui devraient subir une dépréciation (typiquement les pays du Sud, en y incluant la France), ces actifs aideront à atténuer le problème de la dette, puisque les avoirs en devises seront réévalués en termes de monnaie nationale ; inversement, dans le cas d'une appréciation de la monnaie (typiquement pour les pays du Nord), c'est du côté de l'actif que des difficultés peuvent survenir.

Le graphique ci-dessous montre nos estimations pour les « positions pertinentes nettes », à savoir la différence entre les passifs et les actifs pertinents. Un nombre positif signifie qu'une dépréciation va améliorer le bilan, tandis qu'une appréciation va le détériorer.

Graphique. Positions pertinentes nettes (% du PIB, sauf produits dérivés, T3 2015)



Sources : Eurostat, FMI, BRI, Banque Mondiale, Banque d'Italie, Banque de Finlande, calculs des auteurs.

Il ressort de façon frappante que, pour la plupart des pays et des secteurs, la position pertinente nette est positive. Cela signifie que les pays du Nord risquent de subir d'importantes pertes sur leurs avoirs à l'étranger s'ils quittent l'Union monétaire. A l'inverse, pour les pays du Sud et la France, il n'existe pas de risque de bilan pour le secteur privé pris dans son ensemble (à l'exception de l'Espagne), et même pas de risque pour le secteur public dans certains cas. Cela ne signifie pas qu'il n'y ait pas de problème parce qu'au niveau microéconomique les détenteurs d'actifs pertinents peuvent ne pas être les mêmes que ceux des passifs pertinents, mais au moins y a-t-il des marges de manœuvre.

Afin de brosser un tableau plus global tenant compte du fait que les actifs peuvent atténuer les problèmes de passif – mais seulement dans une certaine mesure – et que la dette à court terme est la question la plus critique, nous avons construit un indice de risque composite qui synthétise toutes ces dimensions, tel que le montre le tableau 2. En particulier, cet indicateur a été construit en utilisant des estimations pour les variations de change attendues après la sortie de l'euro.

**Tableau 2. Indice de risque composite (T3 2015)**

|            | Administrations publiques +<br>banque centrale | Entreprises<br>financières | Entreprises non<br>financières + ménages |
|------------|--|----------------------------|--|
| Autriche   | 0  | 1                          | 1  |
| Belgique   | 1  | 0                          | 1  |
| Finlande   | 0  | 2                          | 1  |
| France     | 0  | 0                          | 1  |
| Allemagne  | 0  | 1                          | 1  |
| Grèce      | 3  | 3                          | 1  |
| Irlande    | 1  | 3                          | 2  |
| Italie     | 0  | 0                          | 0  |
| Luxembourg | 1  | 3                          | 3  |
| Pays-Bas   | 0  | 0                          | 1  |
| Portugal   | 2  | 1                          | 1  |
| Espagne    | 1  | 1                          | 1  |

Légende :

|                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 0 = Pas de risque | 2 = Risque moyen |
| 1 = Risque faible | 3 = Risque élevé |

Source : calculs des auteurs.

Bien que cet exercice implique nécessairement le choix de seuils arbitraires, il aide à identifier quelques vulnérabilités spécifiques : les dettes publiques de la Grèce et du Portugal, pour lesquelles une restructuration substantielle ou même un défaut serait le résultat probable ; les secteurs financiers de la Grèce, de l'Irlande, du Luxembourg et éventuellement de la Finlande, qui devraient subir une restructuration profonde ; et potentiellement le secteur non financier de l'Irlande et du Luxembourg, bien que ce dernier résultat puisse être un artefact causé par les limites de nos données.

La conclusion générale qui peut être tirée de notre analyse est que, même si le problème des bilans est réel et doit être pris au sérieux, son ordre de grandeur global n'est pas aussi grand que certains le prétendent. En particulier, dans le secteur privé non financier, cette problématique devrait être gérable à condition que des politiques appropriées soient mises en œuvre, ce qui devrait alors limiter les perturbations.

L'évaluation des coûts d'une sortie de l'euro importe

évidemment pour gérer correctement cet événement *ex post*, si celui-ci devait se concrétiser en raison de certains chocs politiques ou économiques inattendus. Mais cette évaluation est également intéressante *ex ante*, en particulier pour un pays qui envisage de partir ou de rester. À cet égard notre analyse aboutit à une conclusion quelque peu inattendue : les coûts ne sont probablement pas si élevés pour certains pays déficitaires (Italie, Espagne), alors qu'ils sont plus élevés qu'on ne le pense habituellement pour les pays excédentaires, qui pourraient subir des pertes en capital par dépréciation ou défaut. La prise de conscience de ce fait devrait renforcer le pouvoir de négociation des pays du Sud dans leurs négociations avec les pays du Nord concernant l'avenir de la zone euro.

[1] Voir les rapports de l'[independent Annual Growth Survey \(iAGS\)](#).

---

## **Renouveler le mix : réaliser la transition énergétique, enfin !**

par [Aurélien Saussay](#), [Gissela Landa Rivera](#) et [Paul Malliet](#)

Le quinquennat qui s'achève aura été marqué par le succès de la COP21, qui a conduit à la signature en décembre 2015 de l'Accord de Paris visant à limiter la hausse des températures mondiales à 2°C d'ici la fin du siècle. Pourtant, les questions climatiques et de politique énergétique ne semblent pas figurer parmi les priorités du débat présidentiel qui s'ouvre.

Cette question mériterait pourtant d'être traitée en profondeur tant les décisions nécessaires engagent la France à long terme. Afin d'atteindre les objectifs que la France s'est fixée dans la loi relative à la Transition Énergétique et pour la Croissance Verte (LTECV), il est nécessaire d'engager au plus vite les transformations nécessaires de notre *mix* énergétique, et d'en améliorer l'efficacité afin de modérer la demande des principaux secteurs consommateurs d'énergie, résidentiel, tertiaire, des transports et de l'industrie.

Or le récent rapport parlementaire rendu par la Commission des affaires économiques et la Commission du développement durable[1] souligne le retard pris dans la mise en application de la LTECV. En particulier, le rapport souligne le peu d'avancées réalisées pour exploiter le principal gisement d'économie d'énergie, le secteur du bâtiment. Il relève également le retard pris dans l'augmentation de la part des énergies renouvelables au sein de notre *mix* énergétique, particulièrement en ce qui concerne la production d'électricité.

A cet effet, la Programmation pluriannuelle de l'électricité (PPE) pour la période 2016-2023 ne semble pas permettre, en l'état actuel, d'atteindre l'objectif de l'article I, section 3 (L100-4), alinéa 5 de la LTECV, qui prévoit de réduire la part de l'énergie nucléaire à 50% du *mix* électrique en France en 2025. Pour ce faire, il sera nécessaire de réviser la PPE dès le début du prochain quinquennat.

La crainte d'une perte de compétitivité de l'économie française – particulièrement en ce qui concerne les industries intensives en énergie[2], la faible acceptabilité d'une taxation du carbone, et le risque d'impacts économiques récessifs restent les principaux obstacles à la mise en place des plans ambitieux d'investissements nécessaires à la réalisation des principaux objectifs de la loi – et partant de la transition de la société française vers une économie bas



carbone.

Si l'analyse des impacts redistributifs de la taxation carbone reste un sujet de recherche, les travaux de l'OFCE, menés en partenariat avec l'ADEME, ont montré que les craintes d'impacts macroéconomiques négatifs étaient injustifiées. Loin de peser sur les perspectives de reprise économique, la transition énergétique pourrait au contraire apporter un léger regain de croissance pour l'économie française au cours des trente prochaines années – et ce, dès le prochain quinquennat.

Ce résultat est la traduction macroéconomique de la réduction continue du coût des technologies nécessaires à la transition, dans chacune de ses dimensions : production d'énergie renouvelable, gestion de l'intermittence, amélioration de l'efficacité énergétique. Il ressort de nos analyses que l'évolution du coût complet actualisé de l'électricité d'origine renouvelable (ou LCOE, *Levelized cost of electricity*) rend possible un changement complet de paradigme énergétique sans surcoût majeur par rapport aux technologies traditionnelles – même dans un pays à forte pénétration nucléaire comme la France.

Un *Policy brief* récemment publié par l'OFCE, « [Changer de mix : urgence et opportunité de la transition énergétique en France](#) », présente les principales conclusions de ces travaux. Il démontre tout d'abord que la réalisation d'une transition énergétique correspondant à la LTECV permettrait de générer près de 0,4% de PIB supplémentaire et plus de 180 000 emplois à l'horizon 2022, à l'issue du prochain quinquennat. Si ces impacts restent modestes, nos projections indiquent à plus long terme un impact expansionniste de 3% de PIB supplémentaire à l'horizon 2050 – soit 0,1% de croissance annuelle supplémentaire sur la période.

Nous avons en outre estimé l'impact d'un exercice prospectif plus ambitieux encore dans la voie de la décarbonation de l'économie française : un accroissement de la part des

renouvelables jusqu'à 100% du *mix* électrique en 2050. Ce scénario suppose une accélération de la construction des infrastructures de production d'électricité renouvelable – éolien en mer et *on-shore* et solaire photovoltaïque principalement – dès le prochain quinquennat. Cet effort accru permettrait d'obtenir un gain de PIB plus important encore de 1,3% en 2022, pour atteindre 3,9% en 2050.

Ce dernier exercice montre qu'une transition énergétique comparable dans sa magnitude à l'EnergieWende allemande est tout à fait réalisable en France, tant sur le plan technologique qu'économique.

L'accélération de la transition énergétique en France au cours du prochain quinquennat permettrait de répondre à un triple objectif : offrir à l'économie française un relais de croissance complémentaire, atteindre les objectifs de réduction des émissions de CO<sub>2</sub> et de consommation d'énergie fixés au sein de la LTECV, et enfin réaliser la contribution de la France à l'objectif entériné lors de la COP21 de limitation du réchauffement planétaire en deçà de 2°C au-dessus des températures préindustrielles.

[\[1\]](#) Mission d'information commune sur l'application de la loi du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte, 26 octobre 2016.

[\[2\]](#) Voir à ce sujet « [L'état du tissu productif français : absence de reprise ou véritable décrochage ?](#) », Département Innovation et concurrence, OFCE, 2016.

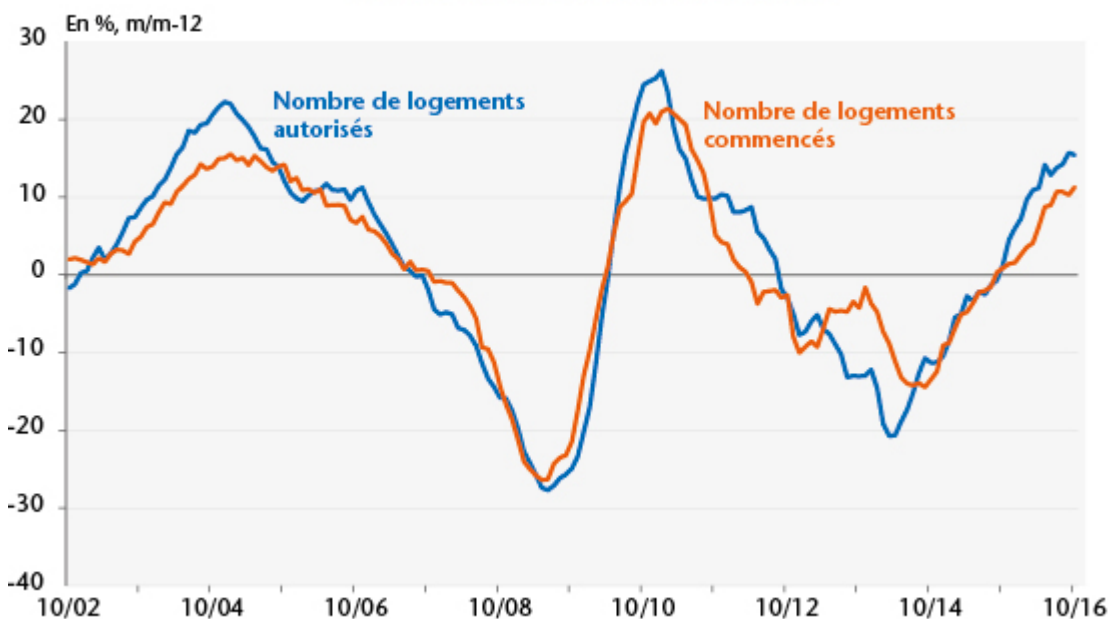
---

# Quand la construction va ...

par [Pierre Madec](#) et [Hervé Péléraux](#)

Les chiffres du troisième trimestre 2016 publiés le 29 novembre par l'INSEE ont confirmé le redressement du secteur de la construction à l'œuvre depuis plusieurs trimestres : le nombre de logements neufs mis en vente sur un an a atteint 116 900, soit une hausse de 17 % par rapport à l'année précédente. Dans le même temps, le nombre de logements autorisés à la construction ou mis en chantier a poursuivi sa progression. Ainsi, entre octobre 2015 et octobre 2016, 363 500 logements ont été commencés et 427 800 ont été autorisés à la construction, soit respectivement 15,4% et 11,3% de plus que l'année précédente (graphique 1).

**Graphique 1. Évolution du nombre de logements autorisés et mis en chantier cumulé sur 12 mois**

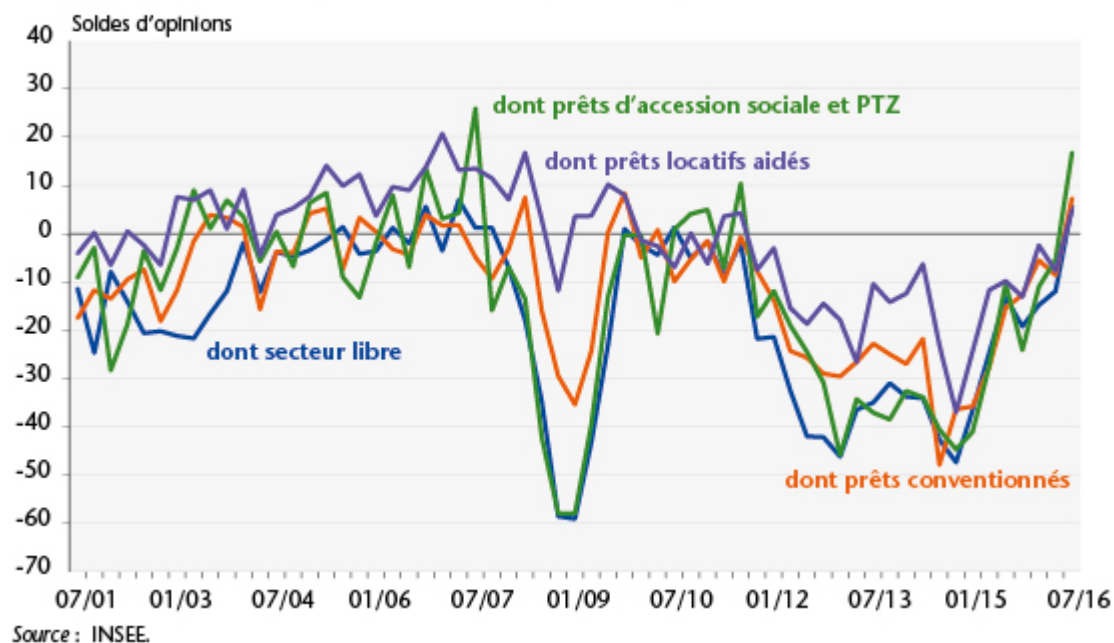


Sources : SOeS, ECLN.

Très dégradée depuis 2012, la confiance des professionnels du secteur s'est fortement améliorée ces derniers mois. Ainsi, au deuxième trimestre 2016, pour la première fois depuis la fin 2011, les perspectives de mises en chantier dépassaient leur moyenne de long terme, quel que soit le segment du parc observé (graphique 2). Notons que l'annonce du plan de relance

pour la construction intervenue en août 2014 (nouveau PTZ, assouplissement du dispositif d'investissement locatif, ...) a pu avoir un effet sur l'arrêt de la dégradation des perspectives des professionnels. Malgré tout, s'il est probable que ces annonces aient participé au redressement des perspectives des professionnels, il est important de rappeler que les déterminants de la construction de logements reposent pour la plupart sur des facteurs plus structurels : l'évolution du pouvoir d'achat des ménages, des taux d'intérêt mais aussi nombre de variables démographiques.

**Graphique 2. Perspectives de mises en chantier par segment du parc de logement**

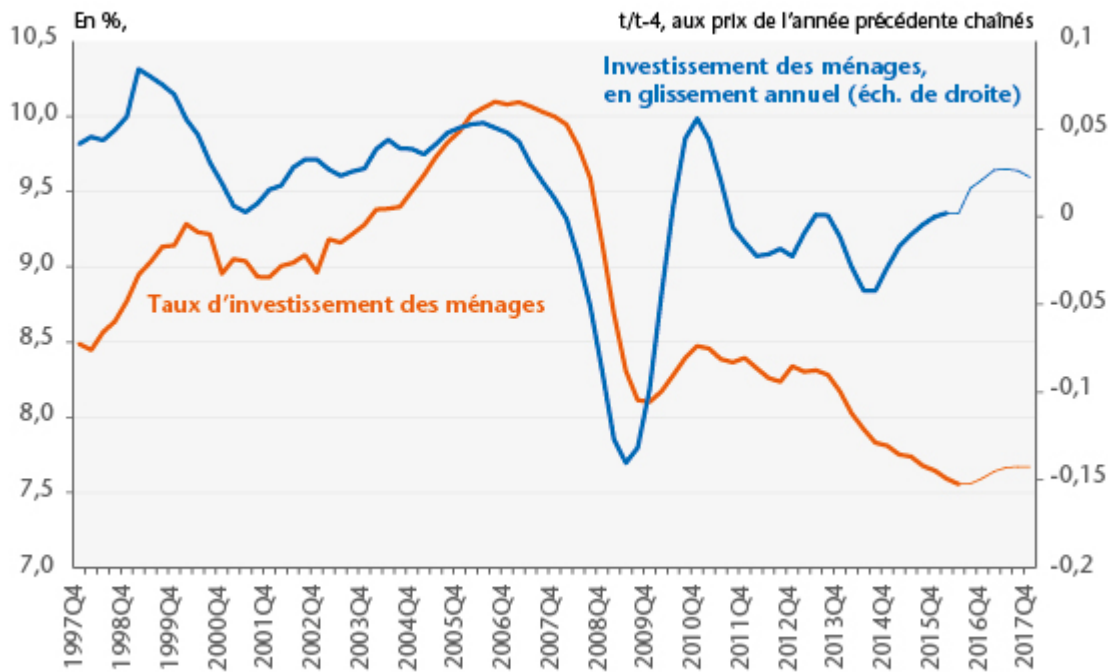


Dans les comptes nationaux, l'investissement des ménages (hors entrepreneurs individuels) se décompose en construction (82 %) et en frais liés à l'immobilier (18 %). Les frais liés aux acquisitions immobilières dans le neuf ou dans l'ancien – frais de notaire, frais d'architecte, d'agence immobilière et TVA – sont ainsi considérés comme des dépenses d'investissement. La formation brute de capital fixe (FBCF) en logements des ménages recouvre à parts équivalentes la construction neuve et les travaux de rénovation et de gros entretien. Il est à noter que ces chiffres, fortement révisés du fait notamment des délais de remontée d'informations

locales, sont difficilement interprétables lors des premières estimations fournies par la statistique publique (voir encadré).

L'investissement en logements des ménages a particulièrement souffert des effets de la crise. Après une chute sévère dans la première phase de la crise (-17 % entre la première moitié de 2008 et le second semestre 2009), il s'est redressé quelque peu à partir de 2009 avant de replonger à nouveau à partir de la fin de l'année 2011 (-14,3 % entre le premier trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2015). Au vu de l'importance de sa contribution au PIB (environ 5 points de PIB), cet effondrement a lourdement pesé sur l'économie française. Entre 2008 et 2015, l'investissement des ménages a amputé la croissance française de 0,2 point en moyenne par an, soit 1,2 point de PIB sur la période. Sous l'effet du redressement du pouvoir d'achat des ménages et du [dynamisme retrouvé de l'emploi salarié](#) et sous l'hypothèse d'une relative stabilité des prix et des taux immobilier, l'investissement des ménages devrait croître, malgré un deuxième trimestre négatif (-0,3%), de 0,3% en volume en 2016 et de 2% en 2017 (graphique 3). Malgré tout, ce dernier devrait se maintenir à un niveau très inférieur à celui d'avant-crise. Fin 2018, l'investissement des ménages en volume devrait être inférieur de près de 15% à son niveau de fin 2007...

**Graphique 3. Investissement en logement des ménages**



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

### **Encadré : Les difficultés d'estimer à court terme l'activité dans le secteur de la construction**

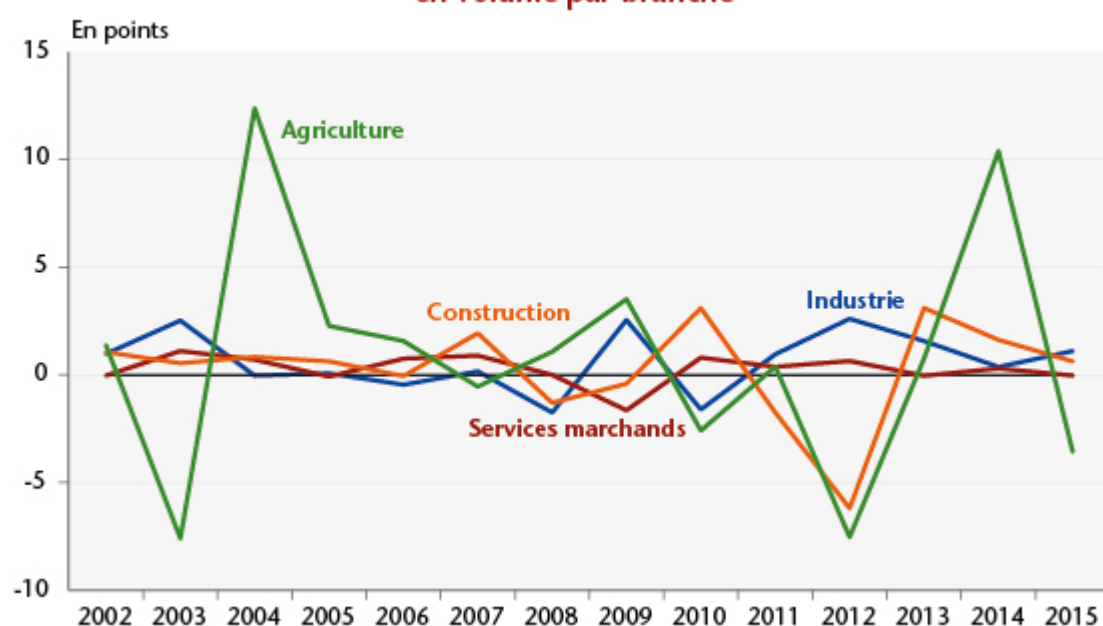
Nous avons étudié les révisions de compte de la branche « Construction » provenant de la comptabilité nationale et évalué sa contribution à la révision de la valeur ajoutée (VA) totale.

D'une manière générale, il apparaît une sous-estimation chronique du taux de croissance de la VA totale depuis 2010 entre la moyenne annuelle issue du compte trimestriel (une fois connu le quatrième trimestre de l'année fin janvier de l'année suivante) et la dernière version disponible des comptes (la seconde version du troisième trimestre 2016 publiée le 29 novembre). Au total, sur les 14 dernières années, 11 années ont fait l'objet de révisions positives. Les trois années où les révisions de la VA totale ont été négatives sont les années de récession, 2002, 2008 et 2009. Pour la construction proprement dite, les évaluations préliminaires sont très imprécises, en particulier depuis 2010

où l'on observe des révisions beaucoup plus fortes que par le passé, notamment en 2012.

Les révisions de la VA dans la construction, comprises depuis 2002 entre -6,2 et 3,1 points, sont moindres que dans l'agriculture (entre -7,6 et 12,4 points) mais bien plus marquées que dans l'industrie (entre -1,7 et +2,6 points) et dans les services marchands (entre -1,6 et +1,1 point, graphique 4).

**Graphique 4. Révisions du taux de croissance annuel de la VA en volume par branche**

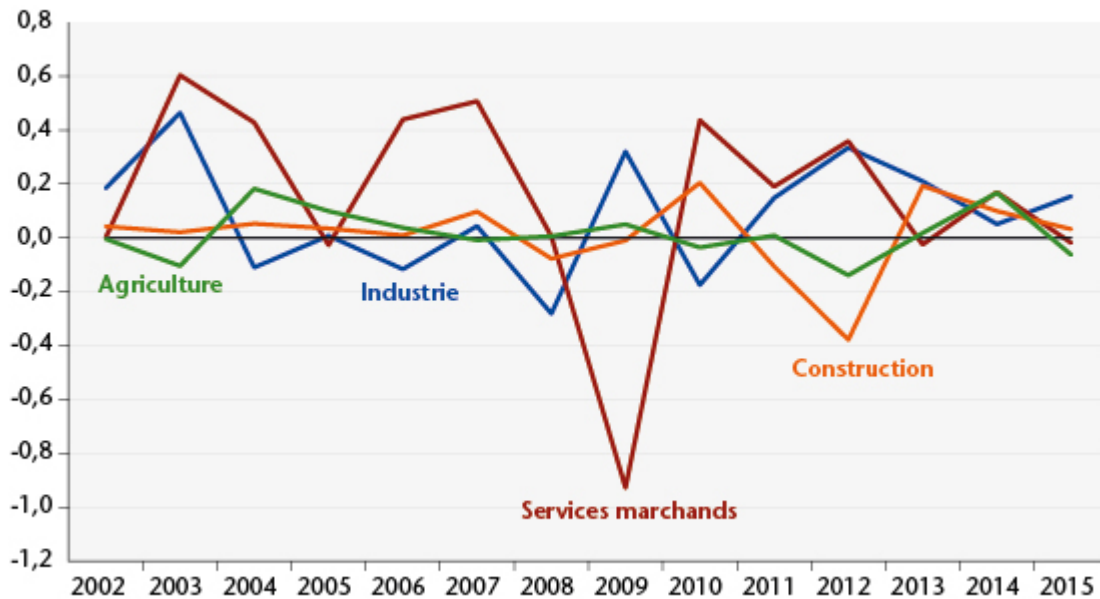


Sources : INSEE et calculs OFCE.

La construction a néanmoins un poids relativement faible dans la VA totale (5,8 % en 2014, contre 13,8 pour l'industrie et 56,6 pour les services marchands). Il est par conséquent utile de pondérer l'impact de ces fortes révisions par le poids du secteur dans la VA totale afin d'évaluer leur contribution à la révision de la VA d'ensemble. Malgré une volatilité moins prononcée que dans l'agriculture, les révisions de la VA dans la construction affectent significativement le calcul de la VA totale, avec une contribution à sa révision comprise entre -0,4 et + 0,2 point (graphique 5). En regard, la volatilité moins prononcée des estimations de la VA dans les services marchands impacte davantage la VA totale compte tenu de son

poids 10 fois plus important que celui de la construction.

**Graphique 5. Contribution des branches à la révision du taux de croissance annuel de la VA en volume**



Sources : INSEE et calculs OFCE.

Cette analyse rapide met en exergue les difficultés pour élaborer des estimations préliminaires robustes de l'activité du secteur de la construction. Ces difficultés, illustrées ici par la mesure de la VA par branche, se présentent également lorsqu'il s'agit d'estimer le niveau des mises en chantier, des permis de construire ou encore l'évolution de l'investissement en logement des ménages. De fait, les premières publications de ces nombreuses données quantitatives doivent être interprétées avec la plus grande prudence, tant pour mesurer leur impact sur le calcul des comptes nationaux que pour caractériser la conjoncture du secteur à court terme.

---



# François Hollande a-t-il gagné son pari sur le chômage ?

Par le Département analyse et prévision (équipe France)

Les chiffres du chômage du mois d'octobre 2016, publiés par Pôle emploi, font apparaître une poursuite de la baisse du nombre de demandeurs d'emploi en fin de mois (DEFM) en catégorie A ( -11 700 personnes en France métropolitaine après -66 300 en septembre). Sur un an, la baisse des DEFM s'établit à 101 300, évolution qui porte le nombre d'inscrits à Pôle emploi en catégorie A à son plus bas niveau depuis novembre 2014. Si l'on ajoute aux inscrits en catégorie A ceux ayant réalisé une activité réduite au cours du mois (catégories B et C), la baisse mensuelle est encore plus importante (-19 400 personnes), ce qui laisse augurer une évolution positive de l'emploi en octobre.

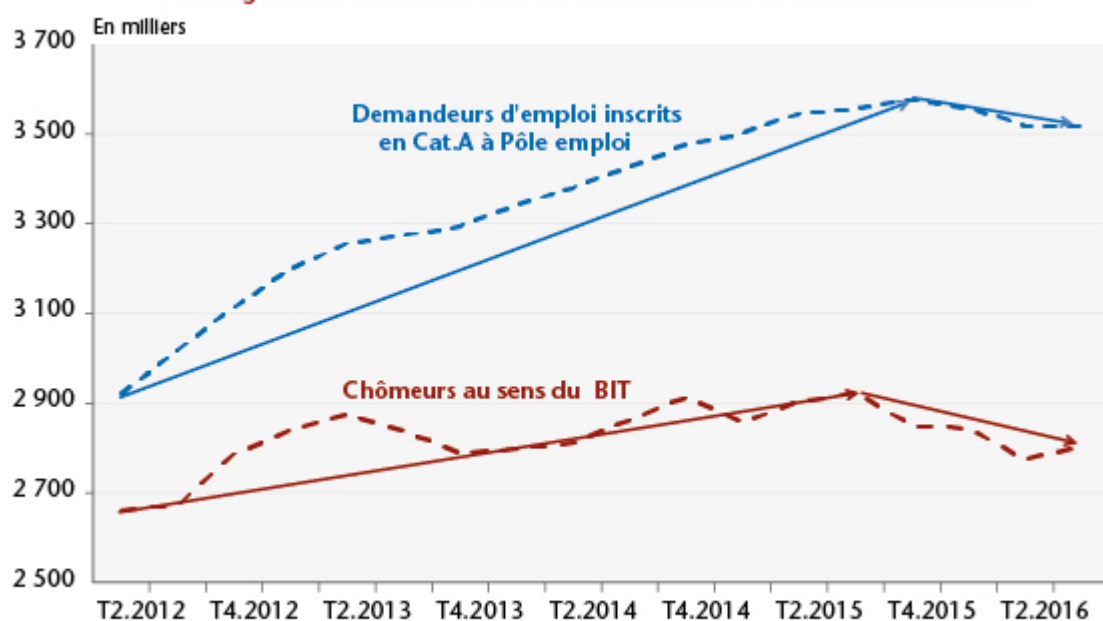
Le point négatif du chiffre du mois d'octobre est que la baisse observée n'arrive pas à bénéficier aux chômeurs de longue durée. Au final, la baisse du chiffre de Pôle emploi s'explique essentiellement par les DEMF inscrits depuis moins de 6 mois (-33 800).

[Les évolutions mensuelles du chiffre des DEFM sont très volatiles et doivent être prises avec prudence](#) et analysées sur des périodes relativement longues. Par conséquent, à l'approche de la fin du quinquennat de François Hollande et de l'annonce de sa possible candidature à la présidentielle 2017, que peut-on dire de l'évolution de la courbe du chômage : l'inversion a-t-elle eu lieu ? Si oui à quel moment ? De quelle courbe parle-t-on ?

Les chiffres du chômage ont pour origine deux sources, l'une statistique issue de l'Enquête emploi trimestrielle de

l'Insee, l'autre administrative issue des fichiers de Pôle emploi et publiée mensuellement (cf. encadré). Ces sources indiquent que le chômage a augmenté entre le deuxième trimestre 2012 et le troisième trimestre 2016 (dernier trimestre connu) de +145 000 au sens du BIT, de +598 000 [1] pour les demandeurs d'emploi en fin de mois (DEFM) inscrits en catégorie A à Pôle emploi (moyennes trimestrielles, cf. graphique) et de +1 121 000 pour les DEFM en catégorie A, B et C.

**Graphique : Évolution du chômage au sens du BIT et des DEFM inscrits en catégorie A entre le deuxième trimestre 2012 et le troisième trimestre 2016**



Champ : France métropolitaine.

Sources : INSEE, Dares-Pôle emploi.

En revanche, après avoir augmenté de manière quasi continue entre 2012 et 2015, le chômage a commencé à baisser depuis le second semestre 2015. Le chômage au sens du BIT a ainsi baissé de 118 000 personnes depuis le troisième trimestre 2015. Et les chiffres de Pôle emploi indiquent pour leur part un point haut au dernière trimestre 2015, et depuis une baisse du nombre de DEFM A de 59 000 personnes. Seules les statistiques des inscrits à Pole emploi en catégorie A, B et C sont très défavorables et n'indiquent aucun retournement sur la base des évolutions trimestrielles.

Si la date de retournement est proche entre les deux mesures

du chômage – T3 2015 pour l'Insee contre T4 2015 pour Pôle emploi en catégorie A – il n'en est pas de même lorsqu'on considère les statistiques par sexe ou catégorie d'âge. Le point haut du chômage au sens du BIT a ainsi été atteint plus rapidement pour les moins de 25 ans et les femmes, respectivement au T4 2012 et au T2 2013. Le point haut pour les DEFM inscrits en catégorie A et âgés de moins de 25 ans est également atteint plus précocement, au deuxième trimestre 2013. En revanche, le point haut des femmes inscrites en catégorie A à Pôle emploi a été atteint beaucoup plus tardivement (quatrième trimestre 2015).

Les hommes ont été plus touchés que les femmes par la hausse du chômage depuis le deuxième trimestre 2012, surtout selon les statistiques de Pôle emploi (pour les hommes : +335 000 selon Pôle emploi et +75 000 selon BIT et pour les femmes : +263 000 selon Pôle emploi et +71 000 selon BIT (cf. tableau 1). Par contre, les hommes ont aussi davantage profité de l'inversion de la courbe : le nombre d'hommes au chômage au sens du BIT a ainsi baissé de 150 000 personnes entre le troisième trimestre 2015 et le troisième trimestre 2016, tandis que le nombre de femmes au chômage au sens du BIT n'a diminué que de 3 000 personnes depuis le point haut enregistré au deuxième trimestre 2013.

Concernant les personnes âgées de moins de 25 ans, l'inversion relativement rapide de la courbe n'a pas totalement permis de réduire le nombre de chômeurs depuis le deuxième trimestre 2012 (+46 000 personnes au sens du BIT, + 5 000 DEFM A, +59 000 DEFM A,B,C), excepté si l'on prend en compte l'évolution des jeunes demandeurs d'emploi inscrits en cat. A entre mai 2012 et octobre 2016 (-17 500 personnes).

**Tableau 1. Évolutions comparées du nombre de chômeurs au sens du BIT et des DEFM entre le deuxième trimestre 2012 et le troisième trimestre 2016**

En milliers, en moyenne trimestrielle

|                                  | Chômeurs BIT | DEFM cat. A | DEFM cat. A,B,C |
|----------------------------------|--------------|-------------|-----------------|
| <b>Ensemble</b>                  |              |             |                 |
| ... depuis le T2-2012            | 145          | 598         | 1 121           |
| <i>dont depuis le point haut</i> | -118         | -59         | 0               |
| <i>Date du point haut</i>        | T3.2015      | T4.2015     | T3.2016         |
| <b>Hommes</b>                    |              |             |                 |
| ... depuis le T2-2012            | 75           | 335         | 573             |
| <i>dont depuis le point haut</i> | -150         | -35         | -4              |
| <i>Date du point haut</i>        | T3.2015      | T4.2015     | T4.2015         |
| <b>Femmes</b>                    |              |             |                 |
| ... depuis le T2-2012            | 71           | 263         | 548             |
| <i>dont depuis le point haut</i> | -3           | -23         | 0               |
| <i>Date du point haut</i>        | T2.2013      | T4.2015     | T3.2016         |
| <b>- de 25 ans</b>               |              |             |                 |
| ... depuis le T2-2012            | 46           | 5           | 59              |
| <i>dont depuis le point haut</i> | -35          | -48         | -33             |
| <i>Date du point haut</i>        | T4.2012      | T2.2013     | T2.2015         |

Champs : France métropolitaine.

Sources : INSEE, DARES, Pôle emploi, calculs OFCE.

Si l'on analyse uniquement les évolutions fournies par le BIT, il est intéressant de voir que le diagnostic peut être modifié selon que l'on se focalise uniquement sur le chômage au sens strict ou que l'on étende l'analyse au halo du chômage (c'est-à-dire les personnes inactives souhaitant travailler) et au sous-emploi (c'est-à-dire les personnes en temps partiel subi). En effet, si l'on intègre le halo du chômage aux statistiques du chômage, l'augmentation depuis le deuxième trimestre 2012 s'établit à +337 000 (cf. tableau 2) et le point haut a été atteint au deuxième trimestre 2015 avec une baisse modérée depuis (-26 000). Et si à cela on ajoute les chiffres du sous-emploi, cette mesure nous indique une hausse de +390 000 depuis le deuxième trimestre 2012 avec un point haut atteint le troisième trimestre 2015 et une baisse de 136 000 depuis.

**Tableau 2. Évolutions comparées du nombre de chômeurs au sens du BIT avec ou sans le halo du chômage et le sous-emploi entre le deuxième trimestre 2012 et le troisième trimestre 2016**

En milliers, en moyenne trimestrielle

|                                  | Chômeurs BIT | Chômeurs BIT + Halo | Chômeurs BIT+ Halo + Sous-emploi |
|----------------------------------|--------------|---------------------|----------------------------------|
|                                  | Ensemble     |                     |                                  |
| ... depuis le T2-2012            | 145          | 337                 | 390                              |
| <i>dont depuis le point haut</i> | -118         | -26                 | -136                             |
| <i>Date du point haut</i>        | T3.2015      | T2.2015             | T3.2015                          |

Champs : France métropolitaine.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Au final, si on constate bien une inversion, celle-ci est donc tardive, et n'efface pas la forte hausse du chômage enregistrée depuis le début du quinquennat. Seule la progression du chômage des jeunes en DEFM A a été contenue, notamment grâce aux dispositifs d'emplois aidés déployés par le gouvernement depuis le début du quinquennat (emplois d'avenir, contrats uniques d'insertion, ...) et largement ciblés sur les jeunes chômeurs. Sans ces dispositifs, la progression du chômage des jeunes aurait d'ailleurs été bien plus marquée.

### **Des écarts de mesure qui s'expliquent**

La mesure de l'évolution du chômage au sens du BIT diffère de celle mesurée par Pôle emploi. Outre leurs différences méthodologiques (Enquête Emploi pour le BIT et source administrative pour Pôle emploi), les deux sources statistiques diffèrent par leur définition du chômage. Pour être comptabilisé comme chômeur au sens du BIT, il faut remplir trois conditions : être sans emploi, disponible pour en occuper un et effectuer une recherche active d'emploi. La seule inscription à Pôle emploi n'est cependant pas suffisante pour remplir cette dernière condition puisque les inscrits en catégorie A à Pôle emploi qui n'ont pas effectué de recherche active ne sont pas comptabilisés comme chômeurs au sens du BIT. Le critère du BIT est donc plus restrictif.

Historiquement, le nombre de chômeurs inscrits à Pôle emploi est aussi plus élevé que celui calculé au sens du BIT pour les personnes âgées de 25 ans et plus[2].

Par ailleurs, les chiffres publiés par Pôle emploi sont soumis à des aléas propres à la pratique administrative. Ces aléas ne sont pas nécessairement corrélés avec les évolutions sous-jacentes de l'emploi et du chômage. Par exemple, [les évolutions récentes reflètent en partie la modification des règles d'actualisation d'inscription décidée au mois de janvier 2016](#).

---

[1] De mai 2012 à octobre 2016, le nombre de DEFM a augmenté de 555 000 en catégorie A et de 1 102 000 en catégories A, B et C.

[2] Les moins de 25 ans ont un intérêt moindre à s'inscrire à Pôle emploi car pour ouvrir un droit à indemnisation au titre du chômage et percevoir l'allocation d'aide au retour à l'emploi, il faut justifier de 122 jours d'affiliation ou de 610 heures de travail au cours des 28 mois qui précèdent la fin du contrat de travail (36 mois pour les 50 ans et plus).

---

## Les ressorts inflationnistes se retendent

par [Hervé Péléraux](#)

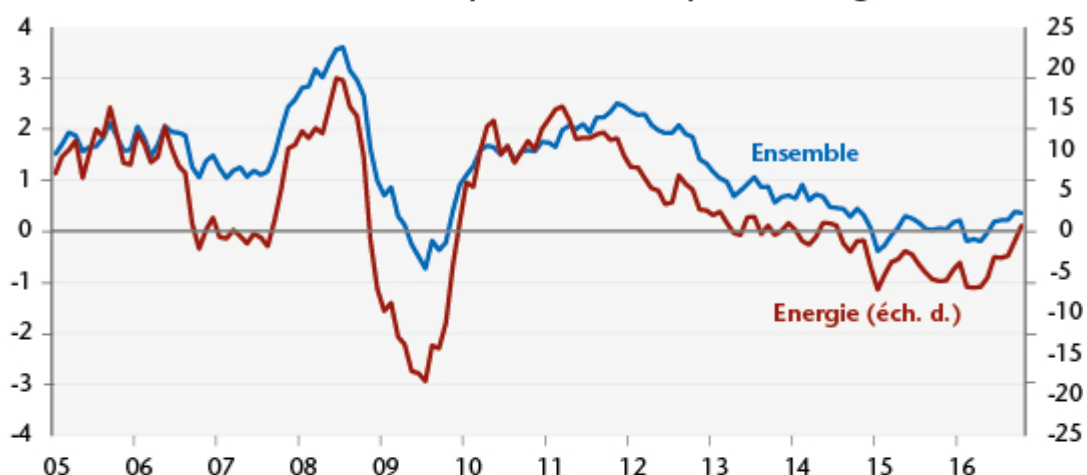
La publication de l'indice des prix par l'INSEE le 15 novembre

dernier a confirmé le retour de l'inflation en territoire positif, + 0,4 % en octobre comme en septembre, après avoir oscillé autour de 0 depuis la fin 2014. Cette phase de désinflation prononcée depuis deux ans réplique en partie la trajectoire de l'indice du prix de l'énergie marquée par la division par 3 du prix du pétrole entre la mi-2014 et le début de 2016. Avec une pondération de presque 8 % dans l'indice d'ensemble, l'indice du prix de l'énergie, qui incorpore le prix des carburants mais aussi ceux des produits indexés sur le pétrole comme le gaz et l'électricité, a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation. Cette phase de désinflation liée à l'énergie paraît toutefois être arrivée à son terme, avec la remontée des cours du brut entre 45 et 50 dollars depuis son point bas de la mi-janvier 2016 sous les 30 dollars. De fait, la remontée progressive du glissement annuel de l'indice des prix de l'énergie depuis le printemps a entraîné celle de l'indice d'ensemble.

## Graphique 1 : L'inflation en France

En %, m/m-12

### Évolution de l'indice des prix et de sa composante énergie



### Évolution de l'indice des prix sous-jacent



Source : INSEE.

Mais la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar parallèlement à la chute du prix du pétrole (de 1,35 dollar pour un euro en moyenne dans la première moitié de 2014 à 1,1 en moyenne depuis le printemps 2015), a eu au contraire un effet inflationniste, d'abord en modérant la baisse des prix des importations d'énergie après leur conversion de dollars en euros, ensuite en renchérissant le prix des importations autres que l'énergie. L'évolution de l'indice des prix sous-jacent, ôtant de l'indice général les produits à prix volatils (l'énergie, certains produits alimentaires frais) et les produits à prix administré (santé, tabac, tarifs publics), témoigne de ce second effet par un rebond à partir du début 2015. Ce regain de l'inflation sous-jacente n'est toutefois



pas dû qu'à la dépréciation de l'euro. La sortie progressive de la phase de stagnation qui a marqué l'économie française entre le deuxième trimestre 2011 et le deuxième trimestre 2014 a réactivé les mécanismes inflationnistes contrariés auparavant par le relâchement des tensions et la montée du chômage.

Ce regain d'inflation amorcé depuis quelques mois devrait se poursuivre d'ici à 2018. L'épuisement des effets désinflationnistes du contre-choc pétrolier et la remontée du prix du brut, déjà largement acquise et qui se poursuivrait à l'horizon de la prévision jusqu'à 52 euros par baril depuis son point bas de début 2016 (31 euros par baril) devraient marquer le terme de la phase de désinflation liée à sa composante énergétique. S'y ajoutera la reprise du mouvement de dépréciation de la devise européenne, déjà aussi largement engagée, de 1,10 euro pour 1 dollar à la mi-octobre 2016 à 1,05 selon notre prévision, qui contribuera au renchérissement des prix d'importation. L'inflation devrait donc avoir atteint un point bas au deuxième trimestre 2016 avant de redevenir positive dans la seconde moitié de 2016. À l'horizon 2017, la hausse des prix se rapprocherait des 2 % en glissement annuel, en partie sous l'effet du redressement du prix de pétrole et de la dépréciation de l'euro. Hors ces deux effets, l'inflation dépasserait à peine 1 % à la fin 2017 pour atteindre 1,5 % l'année suivante.

=====  
=====

### **La boucle prix-salaires**

Les prévisions d'inflation s'appuient sur la modélisation d'une boucle prix-salaires qui estime les paramètres des relations qui régissent les rapports entre salariés et entreprises : les employeurs répercutent les hausses de salaires sur les prix pour préserver leurs marges, tandis que les salariés répondent à la hausse des prix en tentant

d'obtenir des hausses de salaire pour préserver leur pouvoir d'achat. Deux équations modélisent ce processus.

L'équation de formation des salaires (1) qui fait apparaître un terme d'indexation des salaires sur les prix (PC), la productivité du travail ( $\pi$ ) dont une partie de la hausse est redistribuée sous forme de salaire, le taux de chômage ( $U$ ) qui régit le pouvoir de négociation des salariés, et le salaire minimum (SMIC) dont les « coups de pouce » peuvent affecter l'échelle des salaires qui en sont voisins.

L'équation (2) est celle des prix de la valeur ajoutée (PVA), fonction des coûts salariaux unitaires qui se décomposent en la différence entre les salaires ( $W$ ) et la productivité du travail. L'élasticité entre le prix de valeur ajoutée et le coût salarial unitaire ( $W - \pi$ ) est imposée à 1, ce qui signifie qu'à long terme les fluctuations des coûts salariaux unitaires n'affectent pas le taux de marge cible des entreprises. Les tensions sur l'appareil productif étant inflationnistes, le taux d'utilisation des capacités de production ( $TU$ ) est adjoint aux coûts salariaux unitaires.

$$W_t = f_1 [P_t^C (+), \pi_t (+), U_t (-), SMIC_t (+)] \quad (1)$$

$$P_t^{VA} = f_2 [(W_t - \pi_t) (+), TU_t (+)] \quad (2)$$

La formation des prix sur le marché intérieur dépend aussi des prix des biens importés hors taxes (PM), fonction du prix du pétrole exprimé en euros (PPétrole) et du taux de change effectif nominal (TCEN).

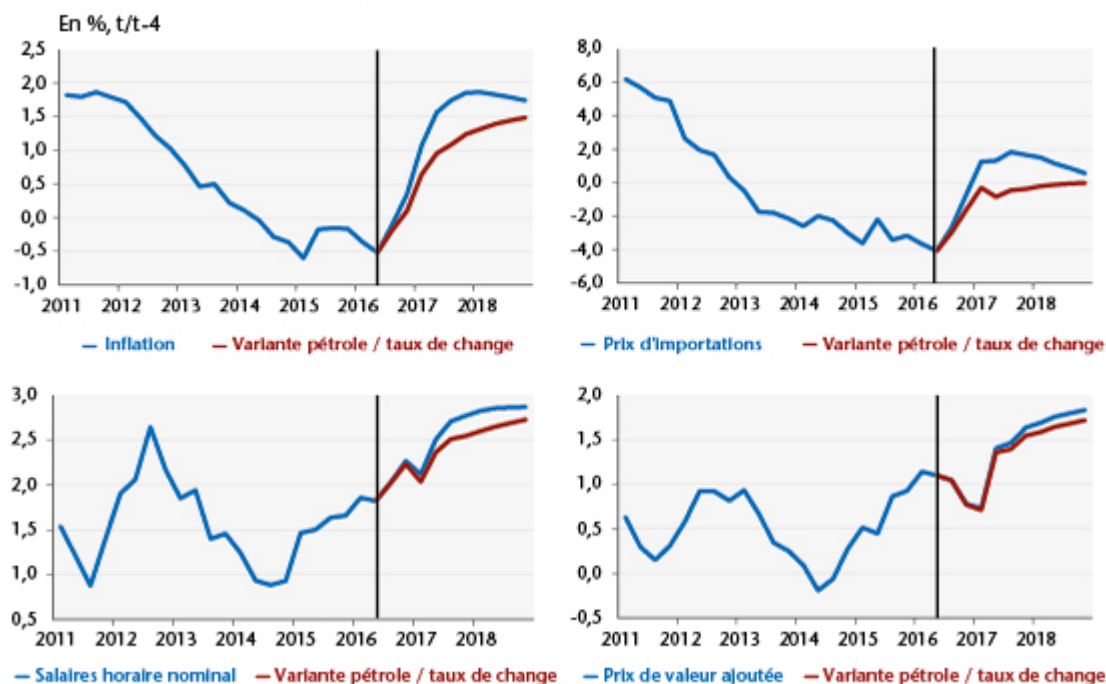
$$P_t^M = f_3 [P_t^{PETROLE} (+), TCEN_t (-)] \quad (3)$$

Enfin, une équation comptable de formation des prix intérieurs combine les prix de valeur ajoutée et les prix d'importation hors taxes, l'ensemble étant majoré du taux de TVA pour simuler l'indice des prix TTC sur le marché intérieur (ici le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux). Les différentes équations sont estimées par des

modèles à correction d'erreur.

Conformément à ce modèle, la trajectoire de l'inflation à l'horizon 2018 sera affectée à la fois par des impulsions extérieures, à savoir les évolutions du taux de change effectif et celles du prix du pétrole, et par des impulsions internes, à savoir la réponse des salaires à ces chocs externes par le biais de l'indexation et la baisse du chômage. La remontée du prix du pétrole et la dépréciation du taux de change effectif vont relancer l'inflation importée. La variation des prix des importations redeviendrait ainsi positive au premier trimestre 2017. Les prix des importations vont donc contribuer comptablement au rebond de l'inflation. Ensuite, les mécanismes d'indexation vont augmenter la croissance des salaires, en raison du surplus d'inflation. S'ajoutera à cette impulsion la baisse du taux de chômage amorcée à la fin de 2015. Néanmoins, le rebond de l'inflation dans la seconde moitié de 2016 ne se réduit pas au seul impact des chocs extérieurs. En neutralisant ces effets, en supposant constants à leur valeur de la mi-2016 le taux de change effectif nominal et le prix du pétrole, le rebond de l'inflation ne disparaîtrait pas, mais serait inférieur de 0,6 point à la fin 2017 (et de 0,2 à la fin 2018) par rapport à celui provenant du compte central (graphique 2).

**Graphique 2 : L'inflation et ses déterminants**



Sources : INSEE, estimations et prévisions OFCE.

## 2010-2017 : un choc fiscal concentré sur les ménages

par [Raul Sampognaro](#)

Sous l'effet de la Grande Récession et du jeu des stabilisateurs automatiques, la France a connu un creusement important de son déficit public et de sa dette dans les premières années de la crise. Entre 2007 et 2010, le déficit public en France est passé de 2,5 à 6,8 % du PIB (avec un point haut en 2009 à 7,2 %) et la dette publique au sens de Maastricht a augmenté de 17,3 points, pour atteindre 81,7 % du PIB en 2010. Néanmoins, en 2010, sous la pression des marchés financiers et des règles budgétaires européennes, les gouvernements ont mis en place des politiques de réduction rapide des déficits structurels. Ce virage s'est traduit

notamment par le renforcement des règles de la gouvernance budgétaire européenne.

Entre 2011 et 2017, le solde public structurel s'est amélioré de 0,7 point de PIB en moyenne par an. Une grande part de cet ajustement a été réalisée par la hausse des prélèvements obligatoires (PO), particulièrement entre 2011 et 2013. Ainsi, le taux de PO s'établira fin-2017, selon le PLF 2017, à 44,5 % (soit 3,3 points au-dessus de son niveau de 2010) après avoir atteint son maximum historique en 2013 (à 44,8 %). Cette augmentation des PO reflète l'ampleur des mesures nouvelles mises en œuvre pendant la période, y compris celles qui sont prévues dans le PLF/PLFSS 2017[1], pour un montant cumulé de 71,4 milliards d'euros (tableau).

Le choc fiscal a été particulièrement fort sur les ménages[2]. Les prélèvements qu'ils doivent payer s'établissent fin-2017 à un niveau supérieur de 52,5 milliards à celui de 2010 du fait des mesures nouvelles<sup>[3]</sup>. En revanche, le niveau des PO des entreprises est quasiment inchangée par rapport à 2010 (+0,5 milliard). Par ailleurs, les mesures nouvelles portant sur les prélèvements payés à la fois par les entreprises et les ménages, assises notamment sur la consommation énergétique, qui ne peuvent pas être ventilées, participent à la hausse des PO pour un montant de 15,9 milliards. Si le résultat des contentieux a eu tendance à amputer les recettes (-1,3 milliard), l'amélioration de l'efficacité dans la lutte contre la fraude fiscale devrait augmenter les recettes publiques de 3,8 milliards par an.

Ces résultats doivent être pris avec prudence : la répartition des mesures discrétionnaires entre agents est faite sur une base comptable et non sur la base de l'incidence fiscale qui, elle, est difficile à mesurer. Par exemple, une entreprise peut absorber une hausse du taux de TVA pour éviter une augmentation du prix de vente final de ses produits, afin de préserver ses parts de marché. Ceci impliquerait une baisse de

ses marges et finalement la TVA serait « payée » par l'entreprise et non par le ménage, comme il est ici supposé.

Entre 2011 et 2017 des évolutions majeures de politique économique ont eu lieu. Entre 2011 et 2013, l'ajustement a été réparti de façon relativement équilibrée entre les entreprises (+31 milliards) et les ménages (+39 milliards), approximativement à hauteur de leur poids respectif dans les PO. En revanche, l'année 2014 marque un point d'inflexion avec la mise en place de la politique de l'offre. Cette politique a conduit à effacer pratiquement l'ensemble des hausses de PO portant sur les entreprises décidées entre 2011 et 2013, notamment grâce au CICE et au Pacte de responsabilité. Ainsi, depuis 2014 le niveau des PO des entreprises a baissé de 30,8 milliards d'euros. En revanche, afin de financer simultanément la réduction des déficits et la baisse des PO sur les entreprises, la fiscalité portant sur les ménages est restée en hausse (+13,4 milliards depuis 2014).

## Tableau. Nouvelles mesures en prélèvements obligatoires\*

En milliards d'euros

|  | 2011        | 2012        | 2013      | 2014       | 2015        | 2016        | 2017       | 2012-2017   | 2011-2017   |
|--|-------------|-------------|-----------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| Ménages                                | 5,8         | 17,1        | 16,2      | 9,1        | 1,0         | 1,3         | 2,0        | 46,7        | 52,5        |
| Entreprises                            | 14,5        | 4,9         | 11,9      | -9,3       | -9,2        | -8,3        | -4,0       | -14,0       | 0,5         |
| Entreprises et ménages, autres         | 1,7         | -0,1        | 1,6       | 1,3        | 5,6         | 3,3         | 2,5        | 14,2        | 15,9        |
| Contentieux                            | 0,0         | 0,0         | -0,4      | -0,4       | 0,1         | -0,7        | 0,1        | -1,3        | -1,3        |
| Fraude Fiscale                         | -0,5        | 0,9         | 0,7       | 2,2        | 0,8         | -0,2        | -0,1       | 4,3         | 3,8         |
| <b>Total</b>                           | <b>21,5</b> | <b>22,8</b> | <b>30</b> | <b>2,9</b> | <b>-1,7</b> | <b>-4,6</b> | <b>0,5</b> | <b>49,9</b> | <b>71,4</b> |
| MN ménages votées sous F. Hollande     |             | 4           | 13        | 11         | 1           | 1           | 1          | 30          | 30          |
| MN ménages votées sous N. Sarkozy      | 6           | 12          | 4         | -1         | 0           | 0           | 2          | 17          | 23          |
| MN entreprises votées sous F. Hollande |             | 3           | 12        | -6         | -9          | -8          | -4         | -12         | -12         |
| MN entreprises votées sous N. Sarkozy  | 15          | 2           | 0         | -3         | 0           | 0           | 0          | -2          | 13          |

\* Ce tableau retrace l'ensemble des évolutions de prélèvements obligatoires au sens de la comptabilité nationale. L'impact du basculement de la Prime pour l'emploi en Prime d'activité n'a pas été neutralisé et augmente de 2 milliards le niveau des PO, alors même que cette réforme n'a pas eu d'impact sur le revenu disponible des ménages.

Sources : Rapport PO (PLF 2013), RESF (PLF 2014, PLF 2015, PLF 2016, PLF 2017), calculs OFCE.

Si on se focalise sur les mesures affectant le pouvoir d'achat des ménages, l'essentiel du choc a été réalisé avec la hausse des PO assis sur le revenu et le patrimoine<sup>[4]</sup> (+22,8 milliards). Par ailleurs, les mesures prises sur la fiscalité indirecte<sup>[5]</sup> – incluant notamment la TVA – ont augmenté la charge fiscale des ménages de 14 milliards, chiffre comparable à celui de la hausse des cotisations sociales pour 10,5 milliards. La hausse des cotisations sociales reflète essentiellement la réforme des retraites et la suppression de l'exonération de cotisations sociales des heures supplémentaires. Enfin, la fiscalité locale a été relevée de 5,2 milliards.

L'importance du choc fiscal subi par les ménages depuis 2011 a fortement amputé le pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins,

compte tenu de l'importance des mesures nouvelles concentrées sur les impôts les plus progressifs, la charge du choc a été concentrée sur les ménages les plus aisés (voir « [2010-2015 : un choc fiscal concentré sur les ménages ... les plus aisés ?](#) »), même si le poids non négligeable de la hausse de la fiscalité indirecte devrait nuancer cette conclusion.

[\[1\]](#) Depuis la présentation du PLF/PLFSS 2017, l'Assemblée nationale a voté des nouvelles modifications de P0. Parmi les principales mesures votées, il y a l'exonération de CSG pour 500 000 retraités, le renforcement de la taxe sur les transactions financières et la modification des prélèvements portant sur la distribution d'actions gratuites.

[\[2\]](#) Sont considérés comme des P0 sur les ménages, les impôts directs (CSG, CRDS, IRPP, taxe d'habitation, ...), certains impôts indirects (TVA, accises, ...), les impôts sur le capital (ISF, DMTG, taxe foncière, DMT0, ...), les cotisations sociales salariées et non salariées. Sont considérés comme des P0 sur les entreprises, les impôts divers sur la production (cotisation sur la VA et cotisation foncière sur les entreprises (ex-TP), taxe foncière, C3S, ...), les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre, les impôts sur les sociétés et les cotisations sociales patronales. Certains prélèvements ne peuvent pas être distingués entre entreprises et ménages (TICPE, CSPE, ...).

[\[3\]](#) Une mesure nouvelle mise en œuvre à la date  $t$  modifie de façon permanente le niveau des recettes issues du prélèvement en question.

[\[4\]](#) Incluant notamment l'IR, la CSG et les droits de succession, correspondant aux poste D5 et D91 de la comptabilité nationale.

[\[5\]](#) Plus largement, ceci correspond aux impôts sur les produits, soit le poste D2 de la comptabilité nationale.



---

# 2010-2015 : un choc fiscal concentré sur les ménages ... les plus aisés ?

par [Pierre Madec](#)

La période 2010-2015 a été marquée par une consolidation budgétaire majeure au cours de laquelle les prélèvements obligatoires (PO) sur les ménages se sont accrus de 49 milliards d'euros (voir « [2010-2017 : un choc fiscal concentré sur les ménages](#) »). Cette hausse massive des prélèvements fiscaux et sociaux n'a évidemment pas été sans conséquence sur le pouvoir d'achat des ménages qui [s'est contracté sur la période](#). Néanmoins, la comptabilité nationale ne permet pas de prime abord de conclure quant à l'impact redistributif des réformes menées. Autrement dit, si le choc fiscal à l'adresse des ménages est avéré, il est impossible, sans modèle de micro-simulation fiscal, de chiffrer l'impact de ce choc selon les caractéristiques des ménages et notamment selon leur place dans la distribution des revenus. A l'aide du modèle de micro-simulation *Ines* (voir encadré), mis à disposition de l'OFCE par l'INSEE et la DREES, nous avons mené cette analyse.

En appliquant à l'année 2015 les paramètres législatifs actualisés de l'année 2010 (voir illustration), le modèle de micro-simulation *Ines*<sup>(1)</sup> permet de mesurer l'impact budgétaire et redistributif de certaines des politiques fiscales et sociales menées entre 2010 et 2015. Les politiques fiscales retenues pour cet exercice sont celles qui touchent à l'impôt sur le revenu, aux cotisations sociales et à l'ensemble des prestations sociales simulées par le modèle. Cette analyse, partielle sera complétée ultérieurement. Pour le moment,

l'exercice réalisé ici sur la partie fiscale porte sur 43 % des PO pesant sur les ménages. Notons également que les conséquences macroéconomiques des différentes politiques mises en œuvre (au travers par exemple de son impact sur le chômage, de l'évolution des taux d'intérêt ou des prix de l'immobilier) ne sont pas prises en compte.

**Illustration. Construction du contrefactuel législatif pour évaluer l'impact de l'austérité**

$$\begin{aligned} \tilde{R}_{15} &= RP_{15} + \tilde{PS}_{15} - \tilde{PO}_{15} \\ \tilde{R}_{15} &= RP_{15} + \tilde{PS}_{10} - \tilde{PO}_{10} \\ &\text{avec } \tilde{PS}_{10} = (1 + i_{10-15}) \times PS_{10} \\ \text{et } \tilde{PO}_{15} &= (1 + Tx \text{ croissance SMB}_{10-15}) \times PO_{10} \\ \text{Impact} &= R_{15} - \tilde{R}_{15} \end{aligned}$$

$R_{15}$  est le revenu disponible après redistribution observé en 2015,  $\tilde{R}_{15}$  le revenu disponible après redistribution simulé dans le cadre du contrefactuel législatif, RP est le revenu avant redistribution (revenu primaire). PS sont les prestations sociales simulées dans Ines (minimas sociaux, allocations familiales, CMUC). PO sont les impôts et cotisations simulés dans Ines et retenus dans notre exercice (IRPP, CSG, CRDS, cotisations santé).  $i_{10-15}$  est l'inflation cumulée de 2010 à 2015. SMB est le salaire moyen de base.

Pour conduire cette analyse, il est nécessaire de construire un contrefactuel « législatif » plus complexe que la simple application des paramètres législatifs en place à l'année de référence (ici 2010). En effet, l'exercice aurait consisté à réduire la valeur réelle de l'ensemble des seuils et des barèmes de la législation. Pour la construction du « contrefactuel législatif », nous décidons de fixer les conditions d'évolution de la législation socio-fiscale relative à l'impôt sur le revenu, aux cotisations et aux prestations depuis 2010 (voir Illustration) sous l'hypothèse que celles-ci n'altèrent pas le pouvoir d'achat des ménages. La définition de ce contrefactuel législatif nécessite des choix d'hypothèses qui ont une influence sur les résultats.

Ainsi, le choix a été fait d'indexer unitairement l'ensemble des seuils et barèmes des prélèvements fiscaux et sociaux – impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP), les cotisations sociales, la CSG, la CRDS<sup>[2]</sup> – sur l'évolution du salaire mensuel de base (SMB) de l'année précédente (n-1) [3].

L'ensemble des seuils et barèmes des prestations sociales (allocations familiales, minima sociaux, allocation personne handicapée, bourses, allocations logement et couverture maladie universelle complémentaire) ont été indexés sur l'indice des prix à la consommation (hors tabac) de l'année précédente (n-1). L'ensemble des taux de prélèvements et de prestations (lorsqu'ils sont définis par des taux) sont quant à eux figés à leur niveau de 2010.

A titre d'exemple, le barème de l'IRPP a fortement évolué entre 2010 et 2015. Dans notre contrefactuel législatif, hypothèse est faite notamment que la première tranche d'imposition demeure en 2015 à 5,5% (contre 14%), que la dernière tranche d'imposition s'élève à 41% (contre 45%), que les seuils d'imposition ont suivi l'évolution des salaires, soit 10,9% sur la période (contre 2,7%) tout comme le montant de la décote, ou encore les plafonds du quotient familial.

Nous considérons de fait que l'ensemble des écarts législatifs pouvant exister entre la législation 2010 « actualisée » et la législation en place en 2015 sont le résultat de décisions budgétaires visant à augmenter (ou à réduire) délibérément les prélèvements et/ou les prestations. Nous appliquons ainsi les règles décrites précédemment à l'ensemble des prélèvements et des prestations présents dans le modèle *Ines*<sup>[4]</sup> (voir Illustration).

Les simulations sont opérées sur la base de l'enquête Revenus fiscaux et sociaux (ERFS) de 2013 dont l'échantillon est « vieilli » jusqu'en 2015. La structure de la population et des salaires est donc identique lors de la comparaison entre la législation effective et la législation 2010 « actualisée ». Les allocations chômage et les pensions de retraite étant présentes mais non simulées dans le modèle *Ines*, nous avons fait le choix de ne pas modifier les cotisations afférentes à ces deux types de prestations. A contrario, l'ensemble des autres cotisations (CSG, CRDS,

Santé, ...) et l'impôt sur le revenu ainsi que l'ensemble des minima sociaux, les allocations familiales, les allocations logements et la CMUC sont simulés.

Bien qu'ils ne soient pas directement comparables aux évolutions des taux de prélèvements obligatoires (PO) macroéconomiques du fait de l'exclusion dans la simulation de certains prélèvements comme les taxes indirectes (TVA, TICPE, ...) et les impôts locaux, les résultats issus de la micro-simulation confirment les quantifications macroéconomiques retenues dans notre prévision. En revanche, la simulation intègre le volet « dépenses sociales » que l'on ne retrouve pas dans l'analyse seule des PO. Hors crédits d'impôts et PPE, le montant collecté de l'IRPP était ainsi, en 2015, 15,7% plus élevé que le niveau qui aurait été le sien s'il avait suivi une simple indexation sur le salaire de base (SMB). Le gel des seuils d'entrée dans l'IR en 2012 et 2013 et la création d'une tranche au taux marginal de 45% ont augmenté le rendement de l'IRPP, et ce malgré la suppression en 2015 de la première tranche d'imposition.

Associées à la suppression du prélèvement forfaitaire libératoire sur les revenus financiers en 2013 et à l'évolution importante de la CSG, les mesures concernant l'impôt sur le revenu au sens large (IRPP et CSG) ont entraîné une augmentation de ce dernier de 7,6% sur la période 2010-2015, soit près de 11 milliards d'euros.

Si, dans le même temps, les barèmes de certaines prestations sociales ont été réévalués plus rapidement que la simple inflation, d'autres ont été sous-indexés comme les aides au logement ou fortement modifiés comme les allocations familiales. L'évolution relativement positive des prestations sociales (+890 millions d'euros) par rapport au scénario contrefactuel n'a donc pas suffi à compenser l'augmentation de la pression fiscale (+11 milliards d'euros de prélèvements).

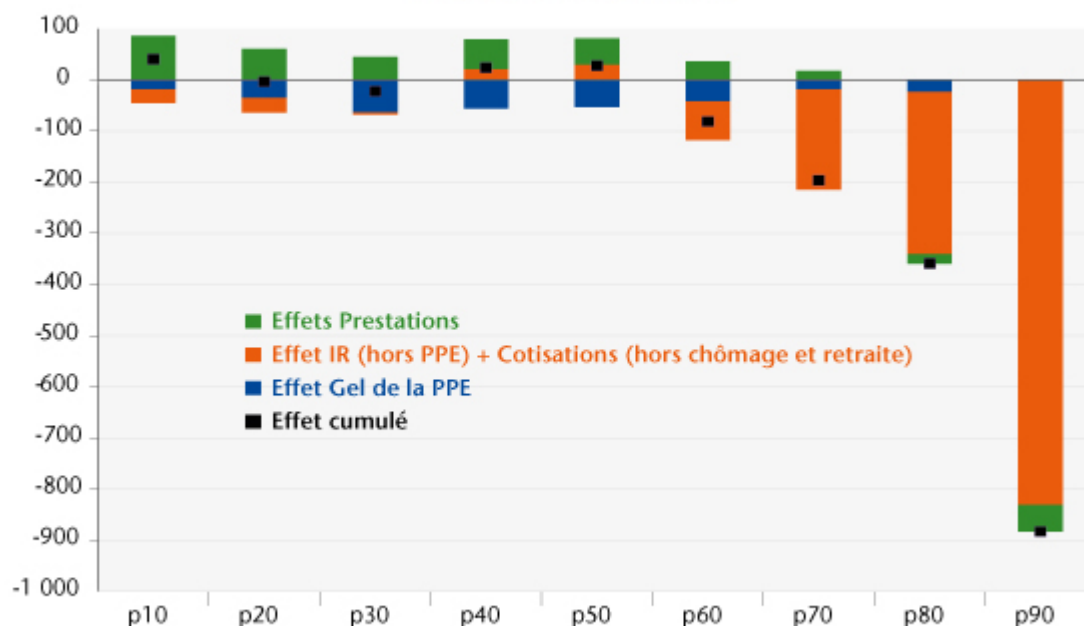
Le modèle de micro-simulation *Ines* permet d'établir, par

décile de niveau de vie, l'impact des mesures étudiées (graphiques 1 et 2). Les enseignements d'une telle étude sont nombreux.

D'une part, il apparaît que les revalorisations des minima sociaux et de certaines prestations familiales ont profité aux ménages au niveau de vie inférieur à la médiane. A contrario, les ménages les plus aisés ont logiquement été impactés négativement par la modulation des allocations familiales.

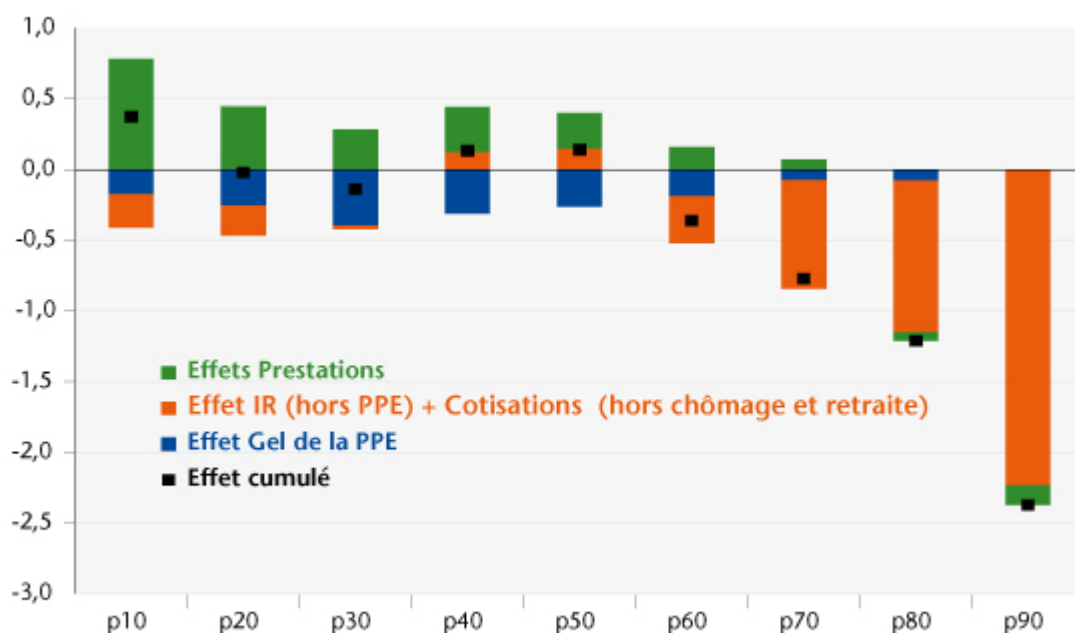
D'autre part, l'ensemble des ménages a subi les conséquences de la hausse importante des prélèvements directs. Ainsi, le gel du barème de la Prime pour l'emploi (PPE), qui a permis une économie de plus de 1,3 milliard d'euros comparativement au contrefactuel législatif, a eu un impact significatif sur l'évolution du niveau de vie des ménages des premiers déciles ne permettant pas de compenser la suppression de la première tranche d'imposition sur le revenu pour les ménages à partir du quatrième décile. De même, la sous-indexation des barèmes, associée au plafonnement des allocations familiales, à l'ajout d'une tranche supplémentaire d'imposition à 45% et à l'alignement des conditions d'imposition des revenus du capital à ceux du travail ont fortement réduit le niveau de vie des ménages appartenant aux quatre derniers déciles de niveau de vie.

**Graphique 1. Impact des mesures discrétionnaires 2010-2015 par seuil de décile de niveau de vie (en euros)**



Lecture : En 2015, le seuil d'entrée dans le dernier décile de niveau de vie était inférieur de 883 euros à celui du contrefactuel législatif.  
Sources : INSEE, enquête Revenus fiscaux et sociaux 2013 (actualisée 2015) ; INSEE, DREES, modèle Ines 2015 et calculs des auteurs.

**Graphique 2. Impact monétaire des mesures discrétionnaires 2010-2015 par seuil de décile de niveau de vie (en %)**



Lecture : En 2015, le seuil d'entrée dans le dernier décile de niveau de vie était inférieur de 883 euros à celui du contrefactuel législatif.  
Sources : INSEE, enquête Revenus fiscaux et sociaux 2013 (actualisée 2015) ; INSEE, DREES, modèle Ines 2015 et calculs des auteurs.

Au final, les mesures étudiées ont eu impact négatif de plus de 10 milliards d'euros sur le niveau de vie des ménages français. Si l'effort a, semble-t-il, été réparti plutôt sur les ménages les plus aisés, notre analyse n'intègre pas les effets induits par la hausse importante de la fiscalité locale

et indirecte dont les effets régressifs ont été largement démontrés. Alors qu'elle ne pèse que sur 7,6% du niveau de vie des ménages du dernier décile, la fiscalité indirecte représente 16,6% du niveau de vie des ménages du premier décile<sup>[5]</sup>. De fait, l'augmentation de la fiscalité écologique, de certaines accises ou des taux normaux et intermédiaires de TVA intervenue en 2014 a, en proportion, davantage impacté les ménages les plus modestes. De même, les augmentations importantes de la fiscalité locale intervenues sur la période ont également pesé sur le pouvoir d'achat des ménages.

---

---

**Encadré : Le modèle de micro simulation Ines (Sources : INSEE, DREES)**

*Ines* est l'acronyme d'« Insee-Drees », les deux organismes qui développent conjointement le modèle.

Le modèle est basé sur les enquêtes [Revenus fiscaux et sociaux \(ERFS\)](#) de l'Insee, qui comprennent plusieurs centaines d'informations sur chaque individu et des données précises et fiables sur les revenus, issues des déclarations fiscales. Il permet de simuler toutes les années législatives récentes sur les millésimes d'ERFS récents.

Ce modèle est utilisé pour réaliser des [études à périodicité annuelle](#), mais il est aussi mobilisé dans le cadre d'études approfondies afin d'éclairer le débat économique et social dans les domaines de la redistribution monétaire, la fiscalité ou la protection sociale. Enfin, il est parfois utilisé comme outil d'appui à la réflexion pour répondre à des sollicitations ponctuelles de divers Hauts Conseils, de ministères de tutelle ou d'organismes de contrôle (IGF, Cour des comptes, Igas).

Le modèle *Ines* simule :

– **les prélèvements sociaux et fiscaux directs**: les cotisations sociales, la CSG, la CRDS et l'impôt sur le revenu (y. c. la prime pour l'emploi) ;

– **les prestations sociales** autres que celles correspondant à des revenus de remplacement : les aides personnelles au logement ; les principaux minima sociaux : le revenu de solidarité active (RSA), l'allocation pour adulte handicapé (AAH) et ses compléments, les allocations du minimum vieillesse et l'allocation supplémentaire d'invalidité (ASI) ; les prestations familiales : allocations familiales (AF), complément familial, allocation de rentrée scolaire (ARS) et bourses du secondaire, prestation d'accueil du jeune enfant (Paje) et ses compléments (complément libre choix d'activité – CLCA – et complément libre choix du mode de garde – CMG), subventions publiques pour la garde d'enfants en crèches collectives et familiales, allocation de soutien familial (ASF) et allocation d'éducation de l'enfant handicapé (AEEH) ; la prime d'activité.

Les principales omissions concernent les taxes et aides locales (taxe foncière par exemple) et l'Impôt de solidarité sur la fortune. Les pensions de retraite, les allocations chômage et la taxe d'habitation ne sont pas simulées mais sont présentes dans les données. Les prélèvements indirects n'entrent pas non plus dans le champ d'analyse du modèle *Ines* stricto sensu. Le modèle simule, sur barèmes, les différentes prestations auxquelles chaque ménage a droit et les impôts et prélèvements qu'il doit acquitter. *Ines* est adossé à l'enquête [Revenus fiscaux et sociaux](#) (ERFS) de l'Insee qui réunit les informations sociodémographiques de l'enquête Emploi, les informations administratives de la Cnaf, la Cnav et la CCMSA et le détail des revenus déclarés à l'administration fiscale pour le calcul de l'impôt sur le revenu.

*Ines* est un modèle dit « statique » : il ne tient pas compte des changements de comportement des ménages, par exemple en



matière de fécondité ou de participation au marché du travail, que pourraient induire les évolutions des dispositions de la législation socio-fiscale.

Depuis 1996, le modèle est mis à jour chaque année durant l'été afin de simuler la législation la plus récente, portant sur la dernière année révolue. Par exemple, à l'été 2016, *Ines* a été mis à jour pour simuler la législation de l'année 2015. Sur la base de ces mises à jour, les équipes de l'INSEE et de la DREES contribuent annuellement au Portrait social de l'INSEE dans lequel elles analysent le bilan redistributif des mesures de prélèvements et de prestations prises au cours de l'année précédente. La dernière publication s'intitule « Les réformes des prestations et prélèvements intervenues en 2014 pénalisent les 50 % des ménages les plus aisés et épargnent les 10 % les plus modestes » (Cazenave, Fontaine, Fourcot, Sireyjol et André, 2015).

---

[1] Le code source et la documentation du modèle de micro-simulation *Ines* a été ouvert au public en juin 2016 (<https://adullact.net/projects/ines-libre>). La version 2015 du modèle a été mise à disposition de l'OFCE par l'INSEE et la DRESS depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2016.

[2] Au cours de la période 2012-2015, les impôts locaux ont augmenté de 2,2 milliards d'euros et la taxation indirecte et écologique s'est accrue de 9,5 milliards d'euros.

[3] Bien qu'elle permette de satisfaire l'objectif de stabilité du taux de prélèvements obligatoires des ménages, cette hypothèse forte surestime l'impact des mesures discrétionnaires comparativement à une indexation sur les prix. Selon nos simulations, l'indexation sur les prix des barèmes de prélèvements réduirait l'impact sur le niveau de vie d'en moyenne 0,3 point de niveau de vie par décile.

[4] Pour une description exhaustive des paramètres sociaux et fiscaux présents dans le modèle *Ines*, voir : <http://drees.social-sante.gouv.fr/etudes-et-statistiques/open-data/aide-et-action-sociale/article/le-modele-de-microsimulation-ines>

[5] Voir N. Ruiz et A. Trannoy (2008), « Le caractère régressif des taxes indirectes : les enseignements d'un modèle de micro-simulation », *Economie et Statistique* ou Conseil des prélèvements obligatoire (2015), « Les effets redistributifs de la TVA », *Rapport particulier*.

---

## Exit la croissance ?

Département analyse et prévision (équipe internationale)

*Ce texte s'appuie sur les perspectives 2016-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro dont [la version intégrale est disponible ici](#).*

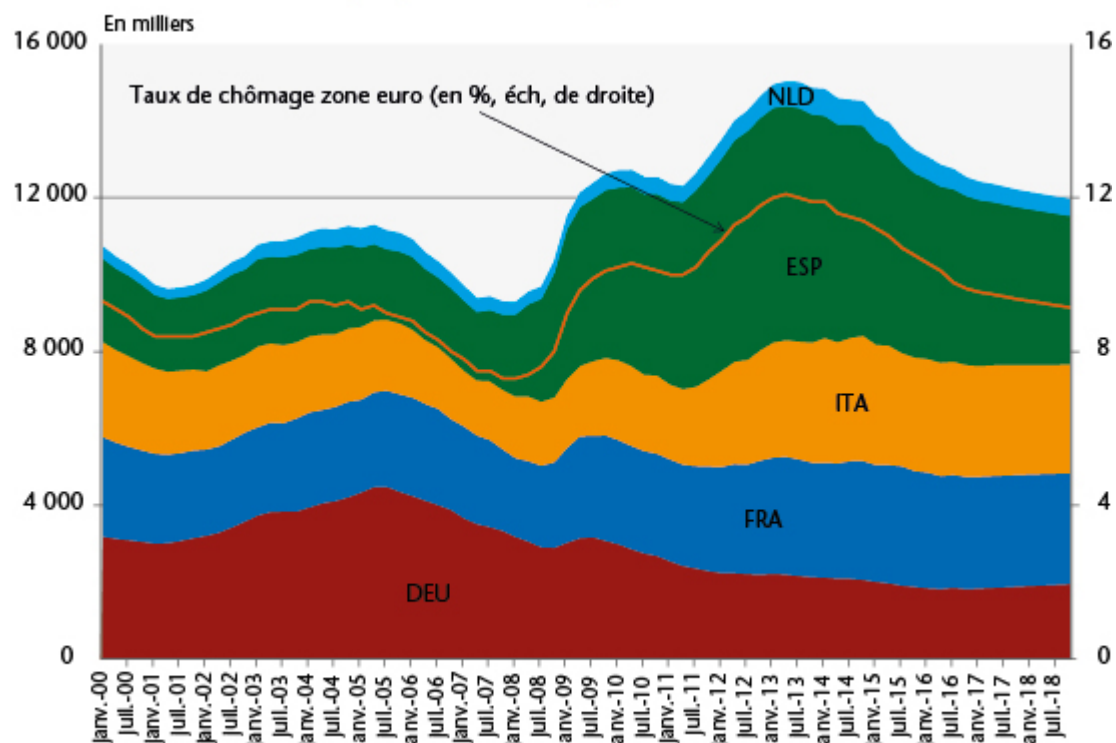
Après avoir évité le Grexit pendant l'été 2015, les Européens devront faire face au Brexit. Au-delà de l'impact qui devrait être significatif sur l'économie du Royaume-Uni se pose la question des effets de ce choc sur les autres pays. Alors que tous les clignotants semblaient s'être mis au vert permettant à la zone euro de sortir d'une double récession liée à la crise financière de 2007-2008 puis à la crise des dettes souveraines, la perspective du Brexit ne risque-t-elle pas d'interrompre ce mouvement de reprise ? Cette crainte est d'autant plus fondée que la reprise tardive n'a pas permis de résorber l'ensemble des déséquilibres qui ont résulté des années de crise. Le taux de chômage de la zone euro dépassait encore 10 % au deuxième trimestre 2016. Un coup d'arrêt sur la croissance ne ferait qu'accentuer la crise sociale et

alimenterait en retour les doutes – et donc la défiance – sur la capacité de l'Europe à satisfaire ses ambitions inscrites en préambule du [Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne](#) et rappelées à [Lisbonne en 2000](#).

Pourtant, alors que l'on pouvait craindre un nouveau choc financier, force est de constater que celui-ci ne s'est pas produit. Certes, le Brexit sera le fruit d'un long processus qui n'a pas encore démarré, mais il semble que le pire a été évité pour l'instant. L'économie britannique verrait sa croissance divisée par deux en 2017. Mais les effets négatifs à court terme sur les autres pays de la zone euro seraient assez limités, sauf peut-être en Irlande où l'interdépendance avec le Royaume-Uni est plus forte. La reprise mondiale poursuivrait donc sa route. Néanmoins, la croissance ralentirait dans la zone euro et passerait de 1,9 % en 2015 à 1,3 % en 2018. En effet, les nombreux facteurs qui avaient permis d'amorcer la reprise<sup>[1]</sup> vont en partie s'essouffler. Le prix du pétrole a déjà entamé une hausse après un point bas à moins de 30 dollars en janvier 2016. Il dépasse aujourd'hui à nouveau les 50 dollars le baril. Quant à l'euro, il fluctue depuis le début de l'année autour de 1,1 dollar alors qu'en 2014 et 2015, il s'était déprécié de 12,5 et 11,3 % respectivement. Par contre, La politique monétaire de la BCE reste expansionniste et les politiques budgétaires sont beaucoup moins restrictives qu'entre 2011 et 2014. En 2015 et 2016, l'impulsion agrégée a même été légèrement positive. Enfin, le commerce mondial connaît un fort ralentissement, qui va bien au-delà du changement de modèle de croissance de l'économie chinoise qui se traduit par une décélération de ses importations. On espérait cependant qu'après l'amorçage de la reprise, une dynamique vertueuse de croissance s'enclencherait dans la zone euro. L'accélération de la croissance liée à des facteurs en partie exogène permettrait des créations d'emplois, la hausse des revenus et de meilleures perspectives pour les ménages et les entreprises. Ces éléments devaient être propices au retour de la confiance et stimuler en retour

l'investissement et la consommation. Les dynamiques de l'investissement productif en France ou en Espagne au cours des derniers trimestres donnaient du crédit à ce scénario. La reprise ne serait certes pas avortée mais un tel rythme de croissance semble bien insuffisant pour réduire les déséquilibres induits par de longues années de récession ou de faible croissance. A la fin de l'année 2018, le taux de chômage de la zone euro serait encore près de 2 points supérieur à celui de la fin 2007 (graphique). Pour les cinq principaux pays de la zone euro, cela représente près de 2,7 millions de chômeurs en plus. Dans ces conditions, bien plus que le Brexit, c'est sans doute la situation sociale de la zone euro qui met à mal le projet européen. L'Europe ne peut certainement pas être tenue seule responsable du faible dynamisme de la croissance et du niveau de chômage dans chacun de ses pays mais les perspectives actuelles témoignent que nous n'avons sans doute pas atteint les objectifs qui avaient été fixés à Lisbonne en 2000, c'est-à-dire faire de l'Union européenne « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici à 2010, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale ».

## Graphique : Le chômage dans la zone euro



Source : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2016.

[1] Voir la précédente [synthèse](#) d'avril 2016 sur la conjoncture internationale de l'OFCE.

# France : croissance malmenée

par le Département Analyse et prévision

Ce texte résume les perspectives 2016-2017 pour l'économie française. [Cliquez ici pour consulter la version complète.](#)

La publication, le 28 octobre, d'une croissance de l'économie française de 0,2 % au troisième trimestre 2016 constitue un signal conjoncturel conforme à notre analyse de la conjoncture de l'économie française. Ce chiffre, proche de notre dernière prévision (+0,3% prévu au troisième trimestre), reste en ligne

avec notre scénario de croissance à l'horizon 2018.

En effet, après trois années de croissance très faible (0,5 % en moyenne sur la période 2012-14), un modeste rebond de l'activité s'est dessiné en France en 2015 (1,2 %), tiré par la baisse des prix du pétrole, la dépréciation de l'euro et une consolidation budgétaire moins forte que par le passé. Pour la première fois depuis 2011, l'économie française a renoué avec les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand (98 000 sur l'ensemble de l'année), favorisées par les dispositifs fiscaux réduisant le coût du travail. Cumulées à une hausse des effectifs dans le secteur non-marchand (+ 49 000) et des créations d'emplois non-salariés (+56 000), le nombre de chômeurs au sens du BIT a diminué en 2015 (-63 000, soit -0,2 point de la population active). De son côté, dynamisé par le suramortissement fiscal sur les équipements industriels, l'investissement des entreprises a connu un redémarrage en 2015 (+3,9 % en glissement annuel).

La moins bonne performance de la croissance française par rapport à celle de la zone euro depuis 2014 s'explique, outre le fait qu'elle ait aussi mieux résisté sur la période 2008-2013, par deux éléments majeurs : d'une part, par un ajustement budgétaire plus conséquent que celui de ses voisins européens sur la période 2014-16, et d'autre part par la maigre contribution de ses exportations à la croissance, alors même que les orientations fiscales de la politique de l'offre visent à redresser la compétitivité des entreprises françaises. Or, il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2015, de redresser leurs marges plutôt que de réduire leurs prix à l'exportation, sans effet sur les volumes exportés. Si ce comportement se traduit par des pertes de parts de marché depuis plusieurs trimestres, il peut en revanche, à travers le rétablissement des situations financières des exportateurs hexagonaux, devenir un atout à plus long terme, notamment si ces marges étaient réinvesties dans la compétitivité hors-coût pour favoriser la

montée en gamme des produits fabriqués en France.

En 2016, malgré un premier trimestre dynamique (+0,7 %) tiré par une demande intérieure hors stocks exceptionnellement soutenue (+0,9 %), la croissance du PIB plafonnerait à 1,4 % en moyenne sur l'année (tableau 1). Le trou d'air du milieu d'année, marqué par les grèves, les inondations, les attentats ou la fin initialement programmée du suramortissement fiscal, explique en partie la faiblesse de la reprise en 2016. Sous l'effet du redressement du taux de marge, d'un coût du capital historiquement bas et du prolongement du suramortissement fiscal, l'investissement continuerait cependant à croître en 2016 (+2,7 % en glissement annuel). Les créations d'emplois salariés marchands seraient relativement dynamiques (+149 000), soutenues par le CICE, le Pacte de responsabilité ou la prime à l'embauche. Au total, en tenant compte des non-salariés et des effectifs dans le secteur non-marchand, 219 000 emplois seraient créés en 2016. Le taux de chômage baisserait de 0,5 point sur l'année, dont 0,1 serait lié à la mise en place du dispositif « 500 000 formations », et s'établirait à 9,4 % de la population active en fin d'année. Le déficit public, quant à lui, baisserait à 3,3 % du PIB en 2016, après 3,5 % en 2015 et 4 % en 2014.

En 2017, avec un taux de croissance de 1,5 %, l'économie française continuerait à croître à un rythme légèrement supérieur à son potentiel (1,3 %), la politique budgétaire nationale ne pesant plus sur le PIB pour la première fois depuis sept ans. Par contre, la France doit faire face, par rapport à la prévision de printemps, à deux nouveaux chocs, l'impact négatif du *Brexit* sur le commerce extérieur et celui des attentats sur la fréquentation touristique. Ces deux chocs amputerait de 0,2 point de PIB la croissance en 2017 (après 0,1 en 2016). L'économie française créerait 180 000 emplois, dont 145 000 dans le secteur marchand, et le taux de chômage se réduirait de « seulement » 0,1 point, en raison du rebond de la population active avec le retour progressif sur le

marché du travail des personnes ayant bénéficié du plan formation. Sous l'effet de la remontée du prix du pétrole et de la baisse de l'euro, l'inflation serait de 1,5 % en 2017 (après 0,4 % en 2016). Enfin, le déficit public atteindrait 2,9 % du PIB en 2017, repassant sous la barre des 3 % pour la première fois depuis dix ans. Après s'être stabilisée à 96,1 % du PIB en 2015 et en 2016, la dette publique baisserait très légèrement, pour revenir à 95,8 % en 2017.

L'économie française, bien que malmenée par de nouveaux chocs et loin d'avoir effacé tous les stigmates de la crise, se redresse peu à peu, comme en témoigne l'amélioration graduelle de la situation financière des agents économiques : hausse du taux de marge des entreprises, rebond du pouvoir d'achat des ménages, baisse du déficit et stabilisation de la dette publique.

### 3. Résumé de la prévision France

Variations par rapport à la période précédente, en %

|   | 2016 |      |      |      | 2017 |      |      |      | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   |      |      |      |      |
| <b>PIB</b>                              | 0,7  | -0,1 | 0,3  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 1,2  | 1,4  | 1,5  | 1,5  |
| <b>PIB / tête</b>                       | 0,6  | -0,2 | 0,2  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,2  | 0,3  | 0,8  | 0,9  | 1,0  | 1,0  |
| Consommation des ménages                | 1,1  | -0,1 | 0,2  | 0,5  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 1,5  | 1,5  | 1,3  | 1,3  |
| Consommation publique                   | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 1,4  | 1,5  | 1,0  | 1,2  |
| <b>FBCF totale dont :</b>               | 1,3  | -0,2 | 0,4  | 0,6  | 0,7  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,9  | 2,7  | 1,9  | 1,4  |
| <i>Productive privée</i>                | 2,1  | -0,4 | 0,4  | 0,6  | 0,8  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 2,7  | 3,7  | 1,9  | 1,4  |
| <i>Logement</i>                         | 0,1  | -0,3 | 0,3  | 0,6  | 0,6  | 0,7  | 0,5  | 0,4  | -0,8 | 0,4  | 2,0  | 1,5  |
| <i>Publique</i>                         | 0,1  | 0,7  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,4  | -3,9 | 2,5  | 1,9  | 1,2  |
| Exportations de biens et services       | -0,4 | 0,2  | 0,5  | 0,5  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 6,0  | 0,8  | 2,2  | 2,5  |
| Importations de biens et services       | 0,2  | -1,8 | 0,5  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 6,4  | 1,8  | 1,3  | 2,0  |
| <b>Contributions :</b>                  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Demande intérieure hors stocks          | 0,9  | 0,0  | 0,2  | 0,5  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 1,4  | 1,8  | 1,4  | 1,3  |
| Variations de stocks                    | -0,1 | -0,8 | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1  | -0,1 | -0,1 | 0,1  |
| Commerce extérieur                      | -0,2 | 0,6  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,3 | -0,3 | 0,2  | 0,1  |
| Prix à la consommation (IPCH), t/t-4    | 0,0  | 0,1  | 0,4  | 0,9  | 1,8  | 1,1  | 1,5  | 1,6  | 0,1  | 0,4  | 1,5  | 1,6  |
| Taux de chômage                         | 9,9  | 9,6  | 9,5  | 9,4  | 9,4  | 9,4  | 9,4  | 9,3  | 10,1 | 9,6  | 9,4  | 9,3  |
| Taux d'épargne des ménages, en % du RDB | 14,5 | 14,8 | 14,9 | 14,7 | 14,6 | 14,5 | 14,6 | 14,7 | 14,5 | 14,7 | 14,6 | 14,6 |
| Taux de marge des SNF, en % de la VA    | 32,2 | 31,7 | 31,8 | 31,8 | 31,9 | 31,8 | 31,8 | 31,7 | 31,4 | 31,9 | 31,8 | 31,8 |
| Solde public, en % du PIB               |      |      |      |      |      |      |      |      | -3,5 | -3,3 | -2,9 | -2,4 |
| Dette publique, en % du PIB             |      |      |      |      |      |      |      |      | 95,8 | 96,1 | 95,8 | 95,3 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE 2016-2018.



---

# Jusqu'où les taux d'intérêt peuvent-ils être négatifs ?

par [Christophe Blot](#) et [Paul Hubert](#)

Le 11 juin 2014, la Banque centrale européenne décidait de fixer un taux négatif sur les facilités de dépôts ainsi que sur les réserves excédentaires détenues par les établissements de crédit de la zone euro. Ce taux a été ensuite réduit à plusieurs reprises et s'élève à -0,40 % depuis mars 2016. On peut s'interroger sur le fait que des agents, ici les banques commerciales, acceptent de payer un intérêt pour des dépôts laissés auprès de la BCE. Dans un [article](#) sur les causes et conséquences des taux négatifs, nous expliquons comment la banque centrale parvient à imposer des taux négatifs, quel est leur limite à la baisse et discutons des coûts de cette politique pour les banques.

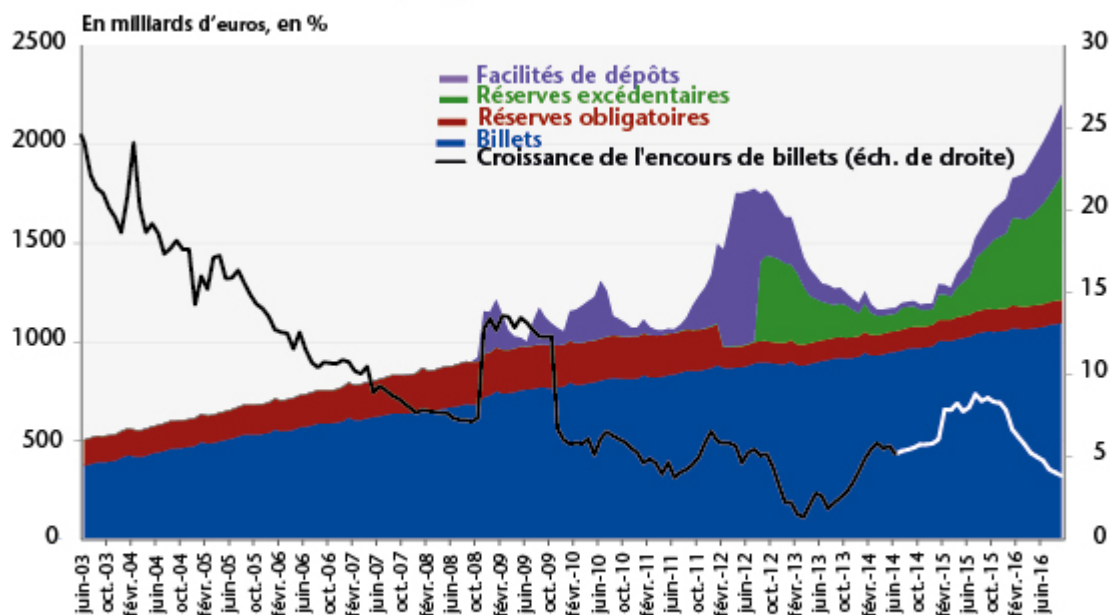
Pour conduire la politique monétaire, la BCE impose aux banques commerciales de la zone euro d'avoir un compte auprès de la BCE, utilisé pour satisfaire les exigences de réserves obligatoires<sup>[1]</sup> et pour participer aux opérations d'octroi de liquidités. Ce compte peut être aussi utilisé pour effectuer des transactions de compensation entre banques commerciales. Les réserves obligatoires sont rémunérées à un taux fixé par la BCE. Au-delà de ce montant, les banques ne reçoivent en temps normal aucune rémunération. Par ailleurs, la BCE propose également une facilité de dépôts permettant aux banques de placer des liquidités auprès de la BCE pour une durée de 24 heures et rémunérées au taux des facilités de dépôts.

Avant 2008, les banques commerciales détenaient uniquement les réserves dont elles avaient besoin pour satisfaire les

exigences de réserves obligatoires (graphique). L'encours de réserves excédentaires[2] était très faible : moins de 1 milliard en moyenne avant 2008. Il en était de même pour l'encours des facilités de dépôts : 321 millions en moyenne. Depuis la crise, la BCE s'est substituée au marché interbancaire et est intervenue pour fournir des liquidités en quantité abondante. En participant aux différents programmes d'achat de titres de la BCE (QE, *quantitative easing*), les banques reçoivent également des liquidités qui sont placées sur ce compte de réserves si bien que l'encours cumulé des réserves excédentaires et des facilités de dépôts atteint 987 milliards d'euros en septembre 2016. Les taux négatifs ne s'appliquent donc pas à l'ensemble des opérations de politique monétaire mais uniquement sur cette fraction des liquidités laissées en dépôts par les banques (pour un actif total des banques de la zone euro de 31 000 milliards d'euros). Au taux actuel, le coût annuel direct pour les banques est ainsi de 3,9 milliards d'euros.

Dans la mesure où les banques ne sont pas tenues de détenir ces réserves excédentaires, on peut se demander pourquoi elles acceptent de supporter ce coût. Pour répondre à cette question, il faut examiner les possibilités d'arbitrage avec d'autres actifs qui pourraient être utilisés comme substitut aux réserves excédentaires. Les réserves sont en fait une monnaie[3] émise par les banques centrales uniquement à l'intention des banques commerciales et sont de fait un actif très liquide. Or, sur le marché monétaire, les taux sont également négatifs si bien que les banques sont indifférentes entre avoir des réserves excédentaires et placer leurs liquidités sur le marché interbancaire à une semaine ou acheter des titres du Trésor émis par le gouvernement français ou allemand par exemple, dont le rendement est également négatif.

## Graphique. Réserves et billets



Note : le taux de croissance de l'encours de billets (en glissement annuel) est représenté par une ligne blanche sur la période de taux négatifs.

Source : BCE.

En fait, le meilleur substitut aux réserves serait de détenir directement du cash. La substitution pourrait donc s'opérer au sein même de la base monétaire si les banques demandaient la conversion des réserves excédentaires et des facilités de dépôts en billets qui ont les mêmes propriétés en termes de liquidité et ont un intérêt nominal nul. Actuellement, il faudrait alors convertir 987 milliards de réserves sous forme de billets, ce qui en doublerait presque l'encours ; la quantité de billets en circulation était de 1 096 milliards d'euros en septembre 2016. Le fait que les agents puissent disposer d'un actif ne portant pas intérêt est l'argument justifiant que les taux nominaux ne puissent pas être négatifs. En pratique, cet arbitrage ne se fait pas dès que le seuil de taux négatif est franchi dans la mesure où il existe des coûts à la détention de monnaie sous forme de billets. Le taux nominal peut donc être négatif. On peut cependant considérer qu'il existe un seuil à partir duquel la détention de cash est préférée. Ce coût de détention de grandes quantités d'argent n'est pas précisément connu mais il semble non négligeable et en tout cas supérieur au 0,4 % chargé par la BCE aujourd'hui. De fait, aucune substitution ne semble

avoir été opérée aujourd'hui puisque la croissance de l'encours de billets en circulation n'a pas particulièrement augmenté depuis la mise en place du taux négatif (graphique). Une évaluation faite par [Jackson \(2015\)](#) indique que les différents coûts liés à la détention de monnaie sous forme de pièces et de billets pourraient aller jusqu'à 2 %, valeur qui pourrait constituer une contrainte effective (ELB) pour la baisse des taux.

Au-delà du coût que représentent les taux négatifs pour les banques, il convient de considérer les bénéfices attendus d'une telle politique et le cadre global dans lequel ils s'inscrivent. Conjointement aux taux négatifs, la BCE permet aux banques, *via* le programme TLTRO II, de se financer elles-mêmes à des taux négatifs et les incite ainsi doublement (*via* le coût des réserves excédentaires et *via* le taux auquel elles se financent) à octroyer des crédits à l'économie réelle.

[\[1\]](#) Les établissements de crédit sont en effet tenus de laisser en réserves sur ce compte, une fraction des dépôts collectés auprès des agents non financiers. Voir [ici](#) pour plus de détails.

[\[2\]](#) Montant des réserves au-delà des réserves obligatoires.

[\[3\]](#) Avec les billets émis, elles forment ce qu'on appelle la base monétaire, également appelée  $M_0$ .