

Logement locatif : une Clameur inquiétante ...

par Pierre Madec

Comme chaque semestre, l'observatoire des loyers [Clameur](#) a publié début mars ses [chiffres de conjoncture du marché de l'immobilier locatif\[1\]](#). Loyers de marché qui ralentissent, demandes de logement et offres locatives en baisse, mobilité résidentielle au plus bas, voici quelques-uns des constats dressés par l'observatoire. Des conclusions qui, selon leurs auteurs, « *n'engagent guère à l'optimisme* ». Ces résultats sont-ils si « *préoccupants* »? Pourquoi est-il important de les relativiser ?

Selon *Clameur*, dont les résultats diffèrent souvent sensiblement de ceux fournis par l'OLAP[2], les loyers de marché ont augmenté en 2013 de 0,6% et de de 0,2% en ce début d'année 2014. L'observatoire pointe du doigt le risque important de baisse généralisée à l'ensemble du marché locatif privé. Pour appuyer leurs propos, les auteurs insistent sur le fait qu'en 2013, les loyers de marché ont augmenté moins vite que l'inflation qui s'établissait selon l'INSEE à 0,7%.

Certes les loyers ont cru moins rapidement que l'ensemble des prix à la consommation, ce qui a conduit à une baisse relative du rendement immobilier de certains propriétaires, mais à *contrario* leur évolution a été plus rapide que celle par exemple du pouvoir d'achat des ménages qui n'a augmenté par unité de consommation que de 0,5% en 2013 selon l'INSEE...

De même, nous sommes tentés d'opposer aux inquiétudes des auteurs, concernant l'érosion des loyers de marché, nos inquiétudes (anciennes) portant sur [l'explosion des taux d'effort des ménages\[3\]](#). Entre 2005 et 2011, la dépense nette de logement des ménages locataires du parc privé a augmenté de

18,4% quand le revenu avant impôt n'évoluait que de 7,5%. Sur la période, le taux d'effort des locataires du secteur s'accroissait de 2,5 points pour atteindre 27% ([INSEE, 2014](#)).

Au grand dam des professionnels de la location immobilière qui s'alarment du caractère « *préoccupant* » de l'érosion apparente des loyers, cette dernière serait *a contrario* une relativement bonne nouvelle pour les locataires ...

De manière plus générale, l'argumentaire tendant à démontrer à quel point le marché locatif privé se trouve dans une spirale récessive inquiétante en étudiant exclusivement le « loyer de marché » et son évolution peut sembler déroutant. Pour étudier les loyers du parc locatif privé, différents indicateurs sont à disposition : l'évolution du loyer de marché certes, mais aussi celle du loyer moyen, des loyers en cours ou au renouvellement de bail, des loyers des premiers baux, ou encore l'évolution des loyers lors de la relocation. Chacun de ces indicateurs apporte des informations différentes et complémentaires sur les mécanismes à l'œuvre sur le marché locatif.

Le loyer de marché représente la valeur moyenne des logements mis en location à une date T. Une hausse (baisse) des loyers de marché ne signifie donc pas que les loyers ont augmenté (baissé) mais que les loyers du stock disponible à la location à la date T ont augmenté (baissé) par rapport à ceux du stock disponible en T-1. Cette précision, bien que pouvant paraître triviale, est importante.

En effet, l'évolution qui conditionne en grande partie à la fois l'augmentation du rendement locatif du propriétaire bailleur et la perte de pouvoir d'achat induite par un déménagement pour le locataire, est en réalité l'évolution des loyers à la relocation. Celle-ci renseigne sur les augmentations de loyers opérés lors d'un changement de locataire. A titre d'exemple, selon l'[OLAP](#), au 1^{er} Janvier 2013 en agglomération parisienne, le loyer avant relocation

s'établissait en moyenne à 16,3€/m² et les loyers après relocation était en moyenne de 18,6€/m². A la relocation, les loyers ont donc augmenté de 14%.

De même, les auteurs s'inquiètent de la baisse historique des taux de mobilité résidentielle[4]. Bien que cette baisse tendancielle dans le parc locatif privé pose problème, elle est probablement explicable en partie, et comme le souligne l'observatoire, par une dégradation significative d'un certain nombre d'indicateurs économiques nationaux (augmentation du chômage, dégradation de la confiance des ménages, ...) mais aussi par la hausse (excessive) des prix de l'immobilier et des loyers depuis maintenant une décennie.

Une fois l'ajustement des loyers (à la stabilité ou à la baisse) opéré, les locataires retrouveront leur mobilité d'antan ... De plus, en encadrant les loyers à la relocation, la loi ALUR (étudiée de nombreuses fois par l'OFCE – [ici](#) ou encore [là](#)) a justement pour objectif d'augmenter la mobilité des résidents ; les locataires devant quitter leur logement ayant un saut de loyer à la relocation moindre à franchir.

En réalité, le seul risque soulevé par *Clameur* qui mérite vraiment l'attention est celui concernant l'offre locative. En effet, une baisse durable de l'offre locative (-120 000 logements entre 2011 et 2013) est problématique et ce surtout en zone tendue. Si la loi ALUR a vocation à engendrer un cercle vertueux d'érosion des loyers et des prix de l'immobilier et de maintien des rendements locatifs, cet ajustement sera long et peut entraîner à moyen terme une baisse de l'offre locative compte tenu de la diminution possible, au cours de la période, des rendements locatifs.

Pour soutenir cette offre locative privée, le gouvernement ne peut pas, à l'heure actuelle, compter sur l'investissement locatif neuf qui, malgré l'instauration du [dispositif Duflot](#), est atone. De même, l'augmentation de la vacance locative (+12% depuis 2008) laisse penser que les tensions sur le

marché locatif privé sont à même de durer.

Les pouvoirs publics peuvent agir pour enrayer ces phénomènes. Le durcissement récent de la [taxation des logements vacants](#) (allongement de la durée d'habitation ouvrant droit à exonération, ...) va dans la bonne direction. En parallèle, des actions en faveur du logement social doivent être engagées. Bien que le temps de la construction diffère sensiblement du temps politique, le développement d'une offre locative sociale crédible ne peut que servir un parc privé en proie au blocage et où les déséquilibres entre offre et demande semblent insolubles.

[1] CLAMEUR, pour Connaître les Loyers et Analyser les Marchés sur les Espaces Urbains et Ruraux, est un observatoire des loyers associant l'ensemble des acteurs professionnels de la location (Crédit Mutuel, Bouygues Immobilier, Century 21, Crédit Foncier, FONCIA, SeLoger.com, ...).

[2] L'OLAP pour Observatoire des Loyers de l'Agglomération Parisienne est une association « loi 1901 » regroupant à parts égales locataires et propriétaires qui publie chaque année un rapport annuel complet de l'évolution des loyers en agglomération parisienne et dans certaines villes de province. [Ses méthodes d'évaluation](#) des loyers tendent à être généralisées dans le cadre de la mise en place de la loi ALUR.

[3] Défini comme le rapport entre dépenses de logement (loyer + charges) et revenu.

[4] Défini comme la part de ménages changeant de logement au cours de l'année.

Le contrôle européen des aides publiques : bon ou mauvais pour l'industrie ?

Par [Sarah Guillou](#)

A l'issue d'une réunion des ministres de l'Industrie à Bruxelles, le 20 février 2014, Arnaud Montebourg a critiqué le contrôle des aides par la Commission européenne qu'il juge trop strict alors que l'industrie a besoin d'aides. Il souhaite que les aides aux industries qui utilisent l'énergie de façon intensive soient soumises à dérogation en raison de la concurrence d'entreprises américaines qui bénéficient d'un coût de l'énergie bien plus faible (estimé, en moyenne, à un tiers du coût européen). Plus généralement, Arnaud Montebourg est très critique à l'égard de Joaquín Almunia, le Commissaire européen chargé de la concurrence. Le Ministre du Redressement productif a-t-il raison de fustiger le contrôle des aides publiques par la Commission européenne ?

Que sont les aides publiques aux entreprises ?

« Transfert de richesses, direct ou indirect, d'une personne publique vers une entité économique autonome », les aides publiques aux entreprises peuvent prendre des formes variées. En France, les aides d'Etat sont pour moitié constituées de dépenses fiscales (crédit d'impôt ou exonérations diverses), pour un tiers de soutien financier (prêts, garanties, fonds propres), et le reste regroupe les subventions directes ou indirectes.

Un rapport récent de l'Inspection générale des finances ([IGF, 2013](#)) a estimé le montant des aides publiques versées par

l'Etat central et les collectivités locales bénéficiant aux acteurs économiques à 110 milliards d'euros. Sont incluses dans ce total des mesures comme les taux réduits de TVA (18 Mds), des allègements de cotisations sociales sur les bas salaires (21 Mds), le crédit d'impôt recherche (CIR ; 3,5 Mds) auxquels s'ajoutent plus de 600 dispositifs relevant de l'Etat et bien plus encore des collectivités territoriales.

Le rapport souligne la complexité du système d'aides, résultat de la sédimentation de mesures successives, avec, parfois, un entrecroisement des niveaux d'intervention et de nombreux dispositifs engageant de petits montants. Critiquant la finalité et l'efficacité de ces aides, les auteurs du rapport regrettent que l'industrie soit peu ciblée : au final celle-ci ne reçoit que deux milliards (hors CIR et allègements de charges sociales et de TVA) alors que l'agriculture en reçoit quatre milliards.

Qu'est ce qui justifie le contrôle des aides publiques par la Commission européenne ?

Conséquence directe de la mise en place du marché unique, le contrôle européen des aides est un outil de la politique de la concurrence européenne pour veiller à l'existence d'une concurrence effective et lutter contre les distorsions induites par des avantages accordés par un Etat membre à ses entreprises. La lutte contre une course au « plus-disant » en termes de subventions est donc l'objet de ce contrôle. C'est ainsi que dès [l'article 87, paragraphe 1, du traité instituant la Communauté européenne](#), les aides d'Etat sont jugées incompatibles avec le marché commun et l'article 88 donne pour mandat à la Commission de contrôler ces aides. Mais l'article 87 précise également les critères qui rendent les aides « contrôlables » par la Commission.

Une politique de soutien relève du contrôle de la Commission si elle implique (i) une aide spécifique (l'aide n'est pas versée à l'ensemble des entreprises ou des ménages, comme une

baisse générale des impôts) ; (ii) la politique de soutien engage les finances publiques de l'Etat, qu'il s'agisse de subventions directes, de prêts bonifiés, de crédit d'impôt, de fournitures en matériels... ; (iii) le soutien offre un avantage spécifique à des entreprises, une industrie, ou une région (dont ils n'auraient pas bénéficié sans l'intervention de l'Etat) ; (iv) le soutien crée une distorsion de concurrence et pourrait affecter le commerce entre les Etats membres – [la règle de minimis](#) exempte les aides de montants peu élevés.

Quelles aides doivent être notifiées à la Commission européenne ?

Les aides aux entreprises sont soumises au visa de la Commission européenne dès lors qu'elles dépassent 200 000 euros sur trois ans et qu'elles n'entrent pas dans l'ensemble des dispositifs dérogatoires décidés par l'Europe. En théorie, les aides ne peuvent être octroyées qu'une fois obtenue l'approbation de la Commission. Cela est contraignant dans le cadre de mesures d'urgence et constitue indéniablement un détournement de souveraineté économique. Entre la notification et la décision, le délai peut aller de 2 mois à 20 mois, voire plus en cas d'investigations. La Commission a le pouvoir d'exiger le remboursement des aides déjà versées et jugées illégales, la Direction de la concurrence exerce ce contrôle, à l'exception des aides concernant l'agriculture et la pêche qui sont sous le contrôle de leur direction respective. La législation est en permanence ajustée à la conjoncture économique. Cela a été le cas au moment de la crise financière pour soutenir le secteur bancaire.

Dans un souci de simplification du contrôle et de réduction des lourdeurs administratives, le règlement général d'exemptions par catégorie, adopté en 2008, a clarifié les cas où aucune notification n'est nécessaire. Les exemptions sont nombreuses. Elles gravitent autour des cinq thèmes suivants : la stratégie de Lisbonne, le développement durable, la compétitivité de l'industrie de l'UE, la création d'emplois et

la cohésion sociale et régionale. Nous voyons là que, par le régime des exemptions, le contrôle est également l'expression de choix politiques européens orientant les aides publiques, et donc les ressources publiques, vers des utilisations en conformité avec ces choix.

Les aides sont-elles souvent refusées ?

Selon M. Almunia, 95 % des aides examinées seraient autorisées. Les statistiques fournies par le tableau de bord de 2000 à 2013 ([DC, Europa Scoreboard](#)) montrent qu'en effet 88 % des notifications relevant de l'industrie et des services conduisent à la conclusion selon laquelle la mesure de soutien en question ne relève pas de la définition d'aide publique ou ne soulève aucune objection. A celles-ci s'ajoute 5 % de décisions positives et 1 % de décisions conditionnelles. On atteint presque les 95 % cités. Les 5 % restant regroupent des mesures de soutien qui ont été refusées par la Direction de la concurrence dont une partie (4 %) fera l'objet d'un recouvrement. Depuis 2000, cela correspond, pour l'ensemble des Etats membres, à 251 refus équivalant, en moyenne annuelle, à 22 refus de 2000 et 2007 et 12 refus de 2008 à 2013.

Les notifications de l'Etat français concernent en grande majorité des aides régionales, notamment pour les DOM-TOM, des aides sectorielles pour certaines filières agricoles, des aides à la R&D. Par exemple, l'aide de l'Agence de l'environnement et de la maîtrise de l'énergie au projet HYDIVU de Renault notifiée en mars 2013 a donné lieu à une décision en octobre 2013 selon laquelle la mesure ne soulevait pas d'objections. Les aides à la R&D des Jeunes entreprises innovantes notifiées en décembre 2013 a conduit à une décision de la Direction de la concurrence en février 2014 selon laquelle la décision ne soulevait pas d'objections et entrait dans le régime d'exemption des politiques de soutien à la R&D.

Plus récemment, la Commission a accordé l'entrée de l'Etat au capital de PSA, après avoir accepté l'aide à la restructuration de l'entreprise en juillet 2013 ([décision SA.35611](#)). L'entrée au capital n'a pas été jugée comme constituant une aide d'Etat. L'Etat français est considéré comme un investisseur privé au même titre que l'entreprise chinoise Donfeng.

En 2013, le gouvernement français a procédé à 47 notifications qui ont toutes été jugées comme des mesures n'entraînant pas d'objections. Une seule est en cours d'investigation à ce jour : les subventions présumées aux transports publics en Ile-de-France.

Quelle est la position de la France en matière d'aides d'Etat ?

Sur le total des notifications des Etats membres adressées à la Direction de la concurrence de 2000 à 2013 – soit 4 765 dans le domaine de l'industrie et des services –, la France en a adressé 8,8 % contre 10 % pour l'Italie et l'Espagne, 17 % pour l'Allemagne et 6,4 % pour le Royaume-Uni. L'Etat français, si souvent accusé d'un fort penchant colbertiste, a donc notifié, en moyenne sur la période, deux fois moins d'aides que l'Allemagne. Les statistiques fournies par le « Tableau de bord des aides publiques » ([DC, Aides en volume et en % PIB](#)) permettent de positionner la France dans l'UE15 en termes de volumes d'aides octroyées relativement au PIB. Le tableau 1 montre que la France se situe plutôt dans la moyenne : au-dessus du groupe des pays de tradition libérale (Royaume-Uni, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Luxembourg) mais en dessous des pays de tradition social-démocrate (Danemark, Finlande, Suède, Allemagne). Si on observe le volume des aides en fonction de leur finalité, il est d'usage de distinguer les aides sectorielles qui bénéficient à un secteur en particulier, marque de la politique industrielle « vieille version », des aides horizontales qui s'adressent à toutes les entreprises, marque de la politique industrielle « moderne »

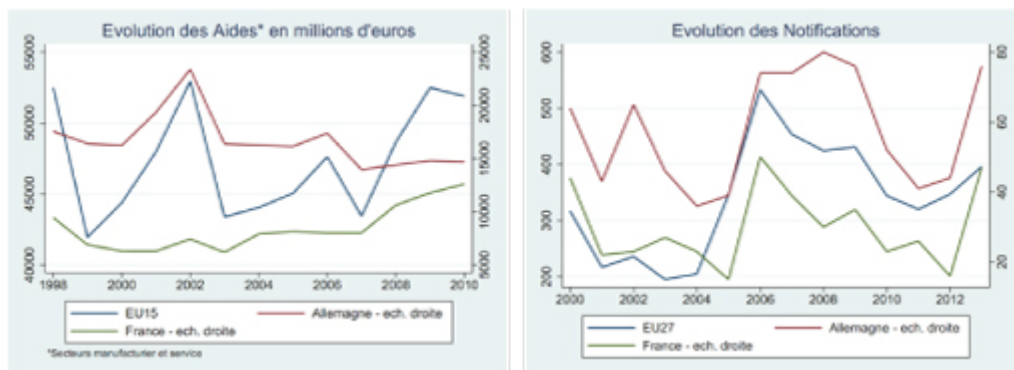
comme le soutien à la R&D. Là encore, la France a une position médiane en termes de pourcentage d'aides sectorielles relativement au groupe de l'EU15.

Tableau 1. Moyenne des aides publiques par pays de l'EU15 de 2000 à 2012

Pays	Total		Service et Manuf.		% Aide Totale	
	Millions d'€	%PIB	Millions d'€	%Aide	Aide sect.	Aide Hor.
Autriche	1688,0	0,59	1214,3	72	27	73
Belgique	1567,4	0,44	1117,3	71	24	76
Danemark	2091,9	0,87	1719,6	82	17	83
Finlande	2347,2	1,29	628,2	27	68	32
France	13495,8	0,69	8480,4	63	40	60
Allemagne	18130,5	0,75	16635,3	92	30	70
Grèce	1462,8	0,68	841,3	58	36	64
Irlande	1193,7	0,79	684,8	57	54	46
Italie	7094,7	0,44	5232,7	74	32	68
Luxembourg	111,1	0,28	63,6	57	35	65
Pays-Bas	2429,8	0,43	1331,8	55	43	57
Portugal	2217,0	1,32	1462,5	66	80	20
Espagne	6196,7	0,63	4833,1	78	47	53
Suède	2751,5	0,74	2036,5	74	19	81
Royaume-Uni	4659,2	0,26	3201,5	69	29	71

Source : European Scoreboard Statistics, calculs de l'auteur.

Tant le volume d'aides que les notifications sont très sensibles à l'environnement économique et institutionnel des pays et aux chocs sur cet environnement (réunification allemande, restructuration industrielle...). La France figure parmi les pays ayant octroyé davantage d'aides sur la période récente (2010-2012) que sur la période de début de crise (2007-2009). Les pays qui lui sont comparables (Allemagne, Italie, Espagne) ont en revanche diminué leur versement d'aides. Les graphes suivants décrivent l'évolution de l'aide en volume (euros constants). Si on constate bien une augmentation du montant des aides en 2007, la crise ne semble pas avoir fondamentalement modifié les comportements en termes de notifications. Les aides destinées au secteur bancaire ont fait l'objet d'un régime légal spécifique et d'une comptabilité séparée. Les montants décrits n'incluent donc pas les aides au secteur bancaire.



Source : DC, Europa State Aid Scoreboard Statistics.

Rien ne démontre que le contrôle des aides par la Commission européenne est préjudiciable à l'industrie

Venons-en à la question qui préoccupe notre Ministre. Si le niveau des aides publiques est positivement corrélé avec la part du secteur manufacturier dans l'économie (voir [Guillou S., 2014](#)), c'est surtout parce que les caractéristiques de l'industrie manufacturière – déséquilibres régionaux, R&D, investissements écologiques – correspondent mieux aux critères de versement d'aides autorisées. Le secteur manufacturier est aussi historiquement le lieu du lobbying, potentiel déclencheur des aides, mais aussi le secteur le plus exposé à la concurrence internationale. Rien ne permet de conclure que la causalité irait des aides publiques vers la part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée. L'inverse est nettement plus probable.

Par ailleurs, une analyse attentive du contrôle des aides par la Commission européenne montre que les décisions négatives sont assez rares. Mais, nous ne pouvons exclure un fort effet inhibiteur, au sens où le gouvernement s'autocontrôlerait étant donné sa connaissance de la jurisprudence de la Direction de la concurrence européenne. Cette autocensure est difficile à quantifier mais elle est décelable pour l'ensemble des Etats membres dans la décroissance des notifications depuis la mise en place du contrôle.

Il existe cependant de nombreux espaces dérogatoires dans

lesquels les aides à l'industrie peuvent être autorisées. Si effectivement, il n'est pas possible d'envisager un « CICE » qui serait réservé aux entreprises de la seule industrie manufacturière, car trop sélectif, toutes les mesures qui entrent dans le soutien à l'innovation et à la R&D, au développement des énergies renouvelables, aux traitements des déséquilibres régionaux et sectoriels majeurs, ou à la création d'emploi, sont acceptables.

Par ailleurs, le jugement de la légalité des aides repose sur une analyse coûts et avantages économiques, qui n'est pas exempte de critiques ou de débats parfois, mais s'appuie incontestablement sur une évaluation économique de l'allocation des deniers publics et des distorsions de concurrence que cette allocation pourrait créer. Il existe des règles *a priori* de refus ou d'acceptation, mais la plupart des aides font l'objet d'une analyse économique argumentée. Elle consiste en une « mise en balance » entre « la contribution à la réalisation d'un objectif d'intérêt commun bien défini », qu'il s'agisse d'un objectif d'efficacité ou d'équité, et « la distorsion de la concurrence et des échanges en résultant ». Un examen de la mesure pour juger de son caractère approprié, de son efficacité incitative et de sa proportionnalité est également réalisé. Enfin un scénario comparatif, sorte de contrefactuel de la situation sans la mise en place de l'aide, contribue à l'établissement de la décision.

Sur la question du soutien aux industries consommatrices d'énergie, les entreprises intensives en consommation d'électricité ont en général négocié des tarifs préférentiels avec les fournisseurs d'énergie. Cela a été le cas en France avec le consortium d'entreprises Exeltium mais c'est aussi le cas en Allemagne. Qu'il s'agisse de tarifs préférentiels accordés par une entreprise à capitaux publics (fournisseur historique) ou d'exemption ou de réduction de taxes, ces mesures ont fait l'objet d'une analyse par la Direction de la concurrence. A ce jour, ces tarifs préférentiels n'ont pas

rencontré d'opposition systématique, mais le processus de libéralisation du marché de l'électricité européen et la nouvelle régulation en matière d'aides à l'environnement et à l'énergie – prévue pour le premier semestre 2014 – ne devraient pas leur être forcément favorables. Il reste que le meilleur soutien aux industries consommatrices d'énergie, et pas seulement d'électricité, est sans doute à l'heure actuelle l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar qui diminue le prix des énergies importées, appréciation par ailleurs plutôt handicapante pour les exportateurs, comme le souligne fréquemment notre Ministre. De plus, le coût de l'énergie constitue une incitation (parmi d'autres) à investir dans des techniques économes en énergie. Cela illustre parfaitement l'adage économique selon lequel tout choix (une aide) est également un renoncement (une autre utilisation des ressources). Compétitivité des industries énergivores ou politique de réduction des énergies fossiles, l'arbitrage est au cœur des décisions de la Commission européenne.

Le contrôle des aides répond à des objectifs d'une autre nature

C'est parce que le contrôle des aides publiques est cohérent avec les objectifs européens (Objectifs de Lisbonne, Paquet énergie-climat de 2008 et, à présent, le « Cadre pour l'énergie et le climat à l'horizon 2030 ») qu'une possible cohésion des politiques économiques européennes peut voir le jour.

Le système réglementaire et la jurisprudence des aides publiques se sont avérés assez flexibles et adaptatifs. Cela ne doit pas nous garder de toujours discuter et commenter les décisions de la Direction de la concurrence, tant la politique de la concurrence ne doit pas ressembler à une doctrine pour être efficace. Il induit, certes, une perte de souveraineté économique. Mais il faut reconnaître que le contrôle des aides est un élément majeur de la cohésion économique européenne, de la convergence des niveaux économiques et avant

tout de la démocratie. Par cette obligation déclarative, émerge une information précieuse pour les citoyens concernant l'utilisation de l'argent public. Il offre, par ailleurs, une lisibilité de la politique industrielle et plus généralement des aides publique des Etats que les citoyens et les médias auraient intérêt à valoriser en cette veille des élections européennes.

La critique du capital au XXI^e siècle : à la recherche des fondements macroéconomiques des inégalités

par [Guillaume Allègre](#) et [Xavier Timbeau](#)

Dans son ouvrage *Le capital au XXI^e siècle*, Thomas Piketty propose une analyse critique de la dynamique de l'accumulation du capital. Le livre est au niveau, très élevé, de son ambition : il traite d'un sujet essentiel, il s'appuie sur un très gros travail statistique qui apporte un éclairage nouveau sur la dynamique de la répartition, et avance des propositions de politiques publiques. Thomas Piketty combine ainsi l'approche des grands auteurs classiques (Smith, Ricardo, Marx, Walras) avec un travail empirique impressionnant qui n'était pas accessible à ses prédécesseurs illustres.

Thomas Piketty montre les mécanismes poussant à la convergence ou à la divergence dans la répartition des richesses et

insiste sur une force de divergence qui est généralement sous-estimée : si le rendement du capital (r) est plus élevé que la croissance économique (g), ce qui a pratiquement toujours été le cas dans l'histoire, alors il est presque inévitable que les patrimoines hérités dominent les patrimoines constitués et que la concentration du capital atteigne des niveaux extrêmement élevés : « *L'entrepreneur tend inévitablement à se transformer en rentier, et à dominer de plus en plus fortement ceux qui ne possèdent que leur travail. Une fois constitué, le capital se reproduit tout seul, plus vite que ne s'accroît la production. Le passé dévore l'avenir* ».

Le livre cherche ainsi des fondements macroéconomiques ($r > g$) aux inégalités alors que les explications habituelles sont d'ordre micro-économique. Dans un [Document de travail de l'OFCE n°2014-06](#), nous soulignons que cette macro-fondation des inégalités n'est pas convaincante et que l'on peut interpréter les faits décrits selon une causalité différente où les inégalités découlent du fonctionnement (imparfait) des marchés, des rentes de rareté et de l'établissement des droits de propriété. Ce n'est pas $r > g$ qui a transformé les entrepreneurs en rentiers, mais la mise en place de mécanismes permettant l'extraction d'une rente perpétuelle qui explique la constance historique $r > g$.

Cette interprétation différente des mêmes phénomènes a des conséquences en termes de politique publique. L'imposition *ex post* du capital, si nécessaire, ne peut être qu'un choix de second rang : il faut d'abord lever les contraintes de rareté et se préoccuper de la définition des droits de propriété ainsi que des droits des propriétaires et des non-propriétaires. Les propriétaires immobiliers sont-ils libres de fixer un loyer à leur convenance ? Peuvent-ils limiter la construction autour de leur propriété ? Dans quelle mesure les travailleurs sont-ils protégés par le droit du travail ? Dans quelle mesure peuvent-ils peser sur les décisions managériales à l'intérieur des entreprises ? Ce sont, il nous semble, les

réponses apportées à ces questions qui déterminent le rapport entre croissance économique et rendement du capital, ainsi que le poids du capital dans l'économie. L'objectif est d'éviter que les détenteurs de capitaux exploitent un rapport de force en leur faveur. En cela, bien qu'il ait changé de support, le capital au XXI^e siècle pourrait ressembler à celui de la fin du XIX^e siècle. Contre cela il faudra plus qu'un impôt sur le capital.

Pour en savoir plus : « La critique du capital au XXI^e siècle : à la recherche des fondements macroéconomiques des inégalités », [Document de travail de l'OFCE, n°2014-06](#).

Combien d'euros par emploi créé ?

Par Guillaume Allègre, [@g_allegre](#)

Pacte de responsabilité, CICE, allègements de cotisations : peut-on réduire l'évaluation de ce type de mesures au coût en euros de chaque emploi créé ? Si l'évaluation est évidemment importante, le chiffre final fait souvent l'objet d'une mauvaise interprétation ou d'une utilisation abusive dans le débat public, et ce par des personnes de parfaite bonne foi. Pour certains commentateurs, un coût par emploi créé très élevé, largement plus élevé que le coût réel moyen d'un emploi public (ou privé), est un gâchis d'argent public qui serait mieux utilisé ailleurs : en crèches, dans l'éducation ou la police nationale.

Ce type de raisonnement s'appuie sur une interprétation erronée des milliards en jeu. Pour le comprendre, faisons

l'expérience de pensée suivante : prenons deux mesures fiscales, disons *A* et *B*, qui ont pour objet d'alléger le coût du travail afin de créer des emplois. La mesure *A* crée 200 000 emplois et coûte *ex post* (c'est-à-dire après prise en compte des emplois créés et interaction avec les autres dispositifs sociaux et fiscaux) 20 milliards et 1 euros à l'Etat et aux administrations publiques. Le coût par emploi créé est ainsi de 100 000 euros, ce qui paraît excessif. La mesure *B* crée 180 000 emplois et coûte *ex post* 20 milliards d'euros, soit 111 111 euros, ce qui est encore moins bien. À première vue, il ne faut mettre en place ni la mesure *A*, ni la mesure *B* : le coût par emploi créé est bien trop important. Maintenant, supposons qu'il est également possible de mettre en place $-A$ ou $-B$ qui, inversement à *A* et *B*, augmentent le coût du travail (par un accroissement des cotisations) avec des effets symétriques sur l'emploi. Supposons aussi que les effets sur l'emploi et le coût soient additifs lorsqu'on met en place deux mesures en même temps. Alors il paraît évident qu'il faut mettre en place $[A-B]$ ^[1] : alléger le coût du travail par *A* et l'augmenter par $-B$ permettrait de créer 20 000 emplois pour un coût de 1 euro, soit 0,00005 euro par emploi créé ! Le ratio de coût d'emploi créé entre la mesure *A* et la mesure $[A-B]$ est de 1 sur 2 milliards (=100 000/0,00005) ! Un esprit distrait pourrait dire alors : il ne faut surtout pas mettre en place la mesure *A*...

	Nombre d'emplois créés	Coût ex post de la mesure	coût par emploi créé
A	200 000	20 000 000 001	100 000
B	180 000	20 000 000 000	111 111
$[A-B]$	20 000	1	0,00005

Depuis Ricardo, on sait en économie que ce sont bien souvent les avantages relatifs qui comptent et non les avantages absolus : toute seule, *A* ne paraît pas une mesure intéressante, mais combinée à $-B$, elle s'avère très puissante, de même qu'au Poker, un 2 de cœur dans une main n'a pas la même valeur avec des Valets ou avec les 2 de pique, de trèfle

et de carreau... Les mesures de politiques économiques ne peuvent donc être évaluées seules : il faut les évaluer dans leur interaction avec l'ensemble des instruments déjà mis en œuvre ou simplement disponibles.

Outre la non-prise en compte du bouclage macroéconomique ou du financement, une autre limite du raisonnement en termes de coût par emploi créé est qu'il ne prend pas toujours bien en compte les questions : qui paie la note et qui reçoit quoi ? Une dépense de l'Etat (en termes de crèches, d'éducation ou de police nationale) n'est pas équivalent à une dépense fiscale : si elles sont financées, la première réduit le revenu disponible des ménages alors que la seconde non (c'est un transfert entre ménages, entre entreprises, ou entre ménages et entreprises). Par conséquent, il est trompeur de comparer les deux types de dépenses seulement en termes d'emplois créés. En effet, les emplois créés ne sont qu'une conséquence indirecte d'une dépense fiscale (l'effet direct est le transfert de l'Etat vers les ménages et les entreprises) ; si elle est financée, comme dans $[A-B]$, les emplois créés sont un effet de second ordre lié à une réponse comportementale différente à A et $-B$. Au contraire, l'augmentation structurelle des dépenses de l'Etat (et donc des prélèvements obligatoires) a pour effet premier d'augmenter la consommation de biens publics et de réduire la consommation de biens privés. Si on ne raisonne qu'en termes d'emplois, on risque de se retrouver avec le plein-emploi mais au sein d'une économie entièrement socialisée. Pour évaluer ce type de transferts, il faut rajouter des paramètres au-delà de la création d'emplois. Il faut notamment tenir compte du bien-être (quelle est l'utilité des crèches, des dépenses d'éducation et de police nationale par rapport aux dépenses privées ?) et des effets d'incitation (quel est l'effet de l'augmentation des prélèvements sur les incitations à répondre aux besoins économiques des consommateurs ?). Il est aussi nécessaire de réfléchir en termes d'incidence fiscale. $[A-B]$ ne peut créer des emplois qu'en organisant des transferts au sein des

ménages et/ou des entreprises. Les questions pertinentes sont donc : qui sont les gagnants et les perdants *ex post* (en tenant compte des emplois créés et de l'évolution des prix et des salaires) ? Ces transferts réduisent-ils ou augmentent-ils les inégalités ? Contreviennent-ils à l'équité horizontale (à faculté contributive égale, impôt égal) ? Sont-ils susceptibles de modifier la croissance à long-terme (*via* la structure de l'emploi, les effets substitution capital-travail etc.) ?

Pour contacter l'auteur : guillaume.allegre@sciencespo.fr

Pour suivre l'auteur sur Twitter : [@g_allegre](https://twitter.com/g_allegre)

[1] Par exemple, on peut financer une baisse ciblée des cotisations sociales patronales (A) par une hausse générale de ces cotisations (-B).

A la recherche de l'égalité ...

Maxime Forest et [Hélène Périvier](#)

Le 20 mars à 14h45 se tiendra à Sciences Po la conférence de lancement du projet EGERA (Effective Gender Equality in Research and the Academia). De quoi s'agit-il ?

Etablir une égalité réelle entre femmes et hommes dans la recherche et l'enseignement supérieur est un défi majeur que l'Europe cherche à relever depuis déjà plusieurs années. Dans cette optique, elle soutient des projets visant des changements structurels dans la recherche en matière d'égalité

femmes-hommes.

Depuis le 1^{er} janvier 2014, Sciences Po coordonne le projet EGERA *via* PRESAGE, le Programme de Recherche et d'Enseignement des SAVOIRS sur le GENRE piloté par l'OFCE. Sept institutions se sont engagées dans cette voie aux côtés de Sciences Po. Toutes vont devoir mettre en place une révision systématique des procédures et des dynamiques inégalitaires à l'œuvre en leur sein.

EGERA s'inscrit dans le volet « Science et Société » du 7^e Programme Cadre de Recherche et de Développement Technologique de l'Union européenne, qui promeut le principe selon lequel la science ne peut pas s'abstraire de la question de l'égalité femmes-hommes : une production de savoir responsable et respectueuse de l'égalité entre les sexes, un savoir qui intègre une perspective sexuée et genrée, et une transmission des savoirs qui s'en voit profondément modifiée, tel est l'objectif d'EGERA. La négociation interne à chaque institution partenaire d'un plan d'égalité, lui-même réalisé sur la base d'un diagnostic précis et adapté, en constituera la colonne vertébrale. EGERA s'inscrit dans une démarche d'égalité déjà engagée à Sciences Po avec notamment la signature de la Charte pour l'égalité. Ce double élan est la marque de changements profonds qui s'opèrent au sein de Sciences Po en matière d'égalité.

Nos partenaires :

- Université Autonome de Barcelone (UAB), Espagne ;
- Université d'Anvers (UA), Belgique ;
- Université Radboud de Nimègue (SKU), Pays-Bas ;
- Université de Vechta (Vechta), Allemagne ;
- Université Technique du Moyen-Orient, Ankara (METU), Turquie ;

- Centre de recherche sur le changement global, (Czech Globe), République tchèque ;
- Centre de recherche sociologique et d'intervention sociale (CESIS), Portugal.



This project has received funding from the European Union's Seventh Framework Programme for research, technological development and demonstration under grant agreement no 612413.

Et si la BCE respectait son mandat !

par [Christophe Blot](#)

L'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TUE), soit l'ex-article 105 du Traité de Maastricht, stipule clairement que « *l'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix* ». Aucune quantification précise de cet objectif n'est cependant donnée dans le Traité. La BCE l'a interprété en énonçant qu'elle ciblerait une inflation inférieure mais proche de 2 % à moyen terme. Par ailleurs, l'article 127 du TUE ajoute que « *sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le [Système européen de banques centrales] apporte son soutien aux politiques économiques générales de l'Union, tels que définis à l'article 3...* », ce qui inclut notamment le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la

stabilité des prix, le plein-emploi et le progrès social. Il apparaît donc clairement que l'objectif de croissance ou d'emploi n'est pas délaissé mais **subordonné** à celui de stabilité des prix. Partant de ce rappel sur la définition des objectifs de la BCE, quel constat pouvons-nous faire actuellement de l'orientation de la politique monétaire au sein de la zone euro ?

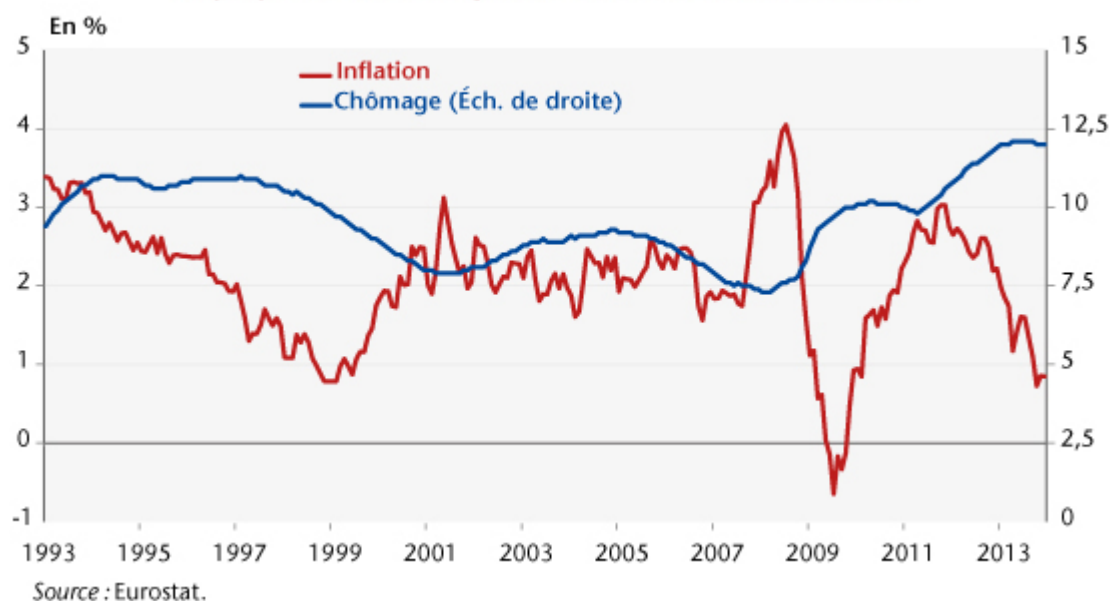
Depuis la fin de l'année 2013, quelques signes de redressement économique sont apparus dans la zone euro. La première estimation de la croissance au quatrième trimestre 2013 confirme la sortie de la récession, le PIB ayant progressé de 0,3 %. Il n'en demeure pas moins que la situation économique est fragile. Pour s'en convaincre, il suffit simplement de rappeler que le taux de chômage atteint 12 % de la population active, soit le niveau le plus élevé depuis 1993 (graphique). La croissance devrait accélérer en 2014 et 2015. Selon les prévisions annoncées par la BCE en mars 2014, elle atteindrait 1,2 % en 2014 puis 1,5 % en 2015, un rythme toutefois insuffisant pour permettre une décrue rapide et significative du chômage. Par ailleurs, depuis la fin de l'année 2013, l'inflation est passée sous le seuil de 1 % et glisse dangereusement vers une zone de risque déflationniste. En outre, toujours selon les prévisions de la BCE, l'inflation ne dépasserait pas 1,0 % en 2014, puis remonterait à 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Dans tous les cas, on est loin de la cible de 2 % à moyen terme. L'objectif de stabilité des prix tel que défini par la BCE ne serait donc pas respecté. Lors de sa conférence de presse du mois de mars, Mario Draghi a annoncé que le maintien du taux directeur [\[1\]](#) à 0,25 % et l'absence de mesures supplémentaires (dites non conventionnelles) pourraient stimuler la zone euro. Ce *statu quo* est justifié par l'absence de signes d'une décrue plus rapide de l'inflation. Ce faisant, le Président de la BCE indique qu'il se satisfait d'une situation où l'inflation se maintient durablement sous le seuil de 2 % et où la zone euro est caractérisée par un chômage de masse persistant. Faudrait-

il alors réinterpréter la définition de la stabilité des prix à laquelle se réfère la BCE et considérer que le terme *inférieur* est plus important, aux yeux des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE, que celui de *proche* de 2 % ? La réponse à cette question n'est évidemment pas neutre puisqu'elle témoignerait d'une asymétrie de la réaction de la banque centrale à l'égard de l'inflation, la BCE réagissant plus rapidement lorsque l'inflation dépasse 2 % que lorsqu'elle est inférieure à 2 %, y compris à l'horizon des prévisions de son équipe. Quelle que soit l'interprétation de cet objectif principal, il n'en demeure pas moins que les risques sur la stabilité des prix ne sont pas aujourd'hui un frein à la mise en œuvre d'une politique monétaire plus expansionniste. Dans ces conditions, la BCE a toute latitude pour se préoccuper activement de ses autres objectifs dont la croissance et le chômage en premier lieu.

Quels sont alors les moyens dont dispose la BCE sachant qu'avec un taux d'intérêt directeur à 0,25 %, les marges de manœuvre à la baisse sont très limitées ? La BCE doit donc recourir à d'autres leviers. La communication des banques centrales a pris un rôle croissant dans la mise en œuvre de la politique monétaire parce qu'elle permet d'influencer les anticipations des agents et donc l'impact des décisions sur l'inflation et la croissance. A cet égard, elle s'est récemment (juillet 2013) engagée dans une politique dite d'orientation prospective (*forward guidance*) par laquelle elle précise que le taux directeur sera maintenu à un niveau bas pendant une période prolongée [\[21\]](#). La BCE pourrait aller plus loin en conditionnant la hausse du taux d'intérêt directeur à une cible de taux de chômage comme l'ont annoncé la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale, ce qui donnerait plus de substance à son objectif d'emploi et de croissance. Par ailleurs, les mesures non conventionnelles pourraient être mobilisées pour accentuer le caractère expansionniste de la politique monétaire. Il s'agit principalement de mesures qui modifient soit la taille, soit la composition du bilan de la

banque centrale et qui permettent alors d'influencer les conditions de financement au-delà de l'impact de la baisse des taux courts. Un rapport récent du Conseil d'analyse économique (voir [ici](#)) va dans ce sens et propose notamment que la BCE procède à des achats de crédits titrisés aux PME afin de réduire le coût de financement des entreprises. Le programme OMT[31] (*Outright monetary transactions*) aurait pu être activé pour soutenir la baisse des taux longs publics. L'annonce de cette mesure avait en effet largement contribué à faire baisser les taux d'intérêt longs publics en Espagne et en Italie, notamment parce qu'elle envoyait le signal que le risque d'éclatement de la zone euro s'éloignait. A ce jour, la BCE n'est pas intervenue sur les marchés pour y acheter des titres publics. Pourtant sa capacité d'intervention étant sans limite, de telles opérations d'achat permettraient de réduire les taux longs. Il faut toutefois souligner que l'OMT est aujourd'hui contestée par la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe qui doute de la constitutionnalité du programme, et renvoie la décision à la Cour de justice de l'Union européenne. Un rejet ou une restriction de l'action de la BCE sur ce point serait regrettable. Certes, le périmètre d'intervention de la BCE doit être clarifié. Mais, il est aussi fondamental que les objectifs de stabilité de prix et de croissance demeurent. Les juges allemands ou ceux de la Cour de justice de l'Union européenne seraient bien avisés de se pencher sur ce point.

Graphique. Taux de chômage et taux d'inflation dans la zone euro



[1] Il s'agit du taux principal de refinancement qui correspond au coût des liquidités empruntées, dans le cadre des opérations de politique monétaire, par les établissements de crédit de la zone euro auprès de la BCE.

[2] Voir le [post](#) de Paul Hubert et de Fabien Labondance sur ce sujet.

[3] Voir le [post](#) de Jérôme Creel et Xavier Timbeau pour des précisions sur l'OMT.

Révisions du budget en Croatie : oui, mais ... pour qui et pourquoi ?

par [Sandrine Levasseur](#)

Dans le cadre de la [procédure pour déficit excessif \(PDE\) à laquelle est soumise la Croatie depuis le 28 janvier 2014](#), le gouvernement croate a dû réviser son budget prévisionnel pour les trois années à venir puisque c'est le délai qui a été imparti au pays pour remettre ses finances publiques en bon ordre, le « bon ordre » s'entendant comme un déficit public ne dépassant pas les 3 % du PIB. Ce nouveau budget s'inscrit dans une conjoncture économique très défavorable puisque la projection de croissance du PIB par le gouvernement pour 2014 a été révisée de 1,3 % à un tout petit 0,2 %.

Paradoxalement, le nouveau budget pourrait contribuer à prolonger la récession dans le pays plutôt qu'à l'en sortir, tout du moins en 2014. Le paradoxe mérite d'autant plus d'être souligné que c'est aussi l'avis de ceux pour qui le gouvernement croate réalise l'ajustement : d'une part, les [agences de notation](#) et d'autre part, les institutions internationales (tout du moins [le FMI](#), la Commission européenne se devant d'être silencieuse sur le sujet). De fait, un simple coup d'œil sur le budget révisé suffit à entrevoir que l'ajustement budgétaire proposé par le gouvernement croate n'aura pas d'effets expansionnistes sur le PIB. Par exemple, le budget prévoit une hausse des revenus fiscaux, notamment *via* une augmentation du taux des cotisations d'assurances santé de 13 à 15 %. Mais cela aura aussi pour effet de grever la [compétitivité internationale des entreprises](#), déjà très malmenée. Les salaires et primes des fonctionnaires d'Etat baisseront (d'environ 6 %) de façon à

donner une bouffée d'air aux finances publiques. Mais ces coupes dans les salaires des fonctionnaires ne contribueront pas à redresser la demande interne déjà très atone du fait des [réajustements de bilan des ménages et entreprises](#). Dernier exemple, les profits des entreprises publiques ne seront pas réinvestis dans l'économie afin de renflouer les caisses de l'Etat. Or, le pays se prive du même coup d'une source de croissance puisque les entreprises publiques, du fait de leur poids dans l'économie, réalisent une bonne [part de l'investissement productif](#).

Il ne fait pas de doute que les finances publiques croates doivent être assainies.. Toutefois, l'horizon des ajustements budgétaires décidés par le gouvernement croate nous semble extrêmement « court-termiste », sans remise en question du modèle de croissance existant ni recherche de sources de croissance pérennes. Il y a quelques semaines, dans une [note de l'OFCE](#), nous avons discuté l'impact des ajustements budgétaires alternatifs sur la croissance et les finances publiques. Dans [le cas précis de la Croatie](#), le gouvernement ne pourra faire l'économie d'une réflexion sur la restructuration de son appareil productif (au travers notamment de privatisations et de concessions), sur les moyens d'améliorer le recouvrement de l'impôt et, plus largement, sur la politique anti-corruption à mener afin d'améliorer le « climat des affaires » dans le pays. En attendant, en grande partie du fait des choix budgétaires réalisés, l'année 2014 signera vraisemblablement la 6^e année de récession consécutive pour la Croatie. Le FMI qui, dans ses prévisions, intègre un impact récessif des ajustements budgétaires supérieur à celui du gouvernement croate, projette d'ailleurs pour 2014, un [recul du PIB de l'ordre de 0,5 à 1 %](#). En cumulé, la baisse du PIB depuis 2009 se situerait donc entre 11,6 à 12,5 %... Pas de quoi rêver ...

Banques centrales et dette publique : les liaisons dangereuses ?

par [Christophe Blot](#)

Depuis 2008, la politique monétaire est en première ligne pour préserver la stabilité financière et tenter d'endiguer la crise économique. La Grande Récession ne fut pas évitée mais les leçons de la crise des années 1930 ont été retenues. Les banques centrales ont en effet rapidement baissé les taux d'intérêt de court terme, qui sont maintenus à un niveau proche de zéro, et développé de nouveaux instruments de politique monétaire. Ces mesures, dites non conventionnelles, ont conduit à une augmentation de la taille des bilans, qui dépasse 20 % du PIB aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou dans la zone euro et 45 % au Japon. Parmi l'éventail des mesures utilisées, les banques centrales ont recouru à des achats de titres de dette publique. L'objectif était de faire baisser les taux d'intérêt à long terme, soit en signalant que la politique monétaire resterait expansionniste pour une période prolongée, soit en modifiant la composition des portefeuilles d'actifs détenus par les agents privés. Or la Réserve fédérale a récemment annoncé qu'elle allait réduire progressivement ses interventions ([voir ici](#)), ce qui pourrait provoquer une remontée rapide des taux d'intérêt comme celle observée en mai 2013 (graphique 1) lors de la précédente annonce de ce type. Dans un contexte où les dettes publiques sont élevées, la dynamique des taux d'intérêt est essentielle. Les banques centrales doivent tenir compte des interactions *renforcées* entre politique monétaire et budgétaire en coordonnant leurs décisions avec celles prises par les gouvernements.

En temps normal [\[1\]](#), politiques monétaire et budgétaire poursuivent des objectifs communs, au premier rang desquels figure la stabilité macroéconomique. Il existe donc des interactions entre les décisions prises par les deux autorités. Ainsi, un durcissement de la politique monétaire, *via* une hausse du taux d'intérêt directeur, peut contrecarrer une expansion budgétaire et inversement. La coordination des politiques économiques est nécessaire afin de garantir le meilleur équilibre macroéconomique. Avec la mise en œuvre des mesures non conventionnelles de politique monétaire, ces interactions sont renforcées. L'adoption de mesures non conventionnelles a conduit les banques centrales à acheter des titres de dette publique, si bien qu'à l'exception de la BCE, elles détiennent une part significative de l'encours de dette (graphique 2). Ce faisant leurs opérations interfèrent avec la gestion de la dette généralement dévolue au Trésor. Le lien entre politique monétaire et gestion de la dette n'est pas inédit. Même s'il s'était effacé puisque les banques centrales sont devenues des institutions indépendantes poursuivant un objectif principal de stabilité des prix qu'elles cherchent à atteindre uniquement en modifiant le taux d'intérêt directeur. Goodhart [\[2\]](#) (2010) précise cependant que ce rôle leur fut historiquement dévolu. Or les objectifs de la banque centrale et de l'agence chargée d'émettre la dette publique peuvent être contradictoires (Blommestein et Turner [\[3\]](#), 2012) puisque le Trésor cherche à minimiser le coût du service de la dette, sans tenir compte de l'impact macroéconomique de ses décisions. Deux interactions supplémentaires peuvent émerger. D'une part, le gouvernement peut contrecarrer partiellement l'action de la banque centrale sur les taux longs en cherchant à tirer profit de leur baisse *via* des émissions supplémentaires sur les maturités ciblées par les opérations monétaires. Le surplus de demande est alors partiellement absorbé par un surcroît d'offre sur une échéance donnée. C'est ce qui s'est passé aux Etats-Unis puisque la maturité moyenne de la dette est passée de 48,5 mois en octobre 2008 à 64 mois en mai 2012. Les travaux récents de Chadha, Turner et

Zampolli[4] (2013) suggèrent que cette politique de gestion de la maturité de l'offre de dette publique a un impact significatif sur les taux d'intérêt. Les [minutes](#) de la réunion du Trésor américain du 2 novembre 2010 témoignent de ce conflit d'objectifs potentiel : « *Les membres du Comité soulignent que la Réserve fédérale et le Trésor sont des institutions indépendantes, avec des mandats différents qui peuvent parfois être en conflit. Les membres conviennent que le Trésor doit respecter son mandat d'assurer le plus faible coût d'emprunt (...). Quelques membres notent que la Réserve fédérale est un investisseur important en obligations du Trésor et que ce comportement est probablement transitoire. En conséquence, le Trésor ne devrait pas modifier son calendrier d'émissions pour s'adapter au comportement d'un seul investisseur* ».

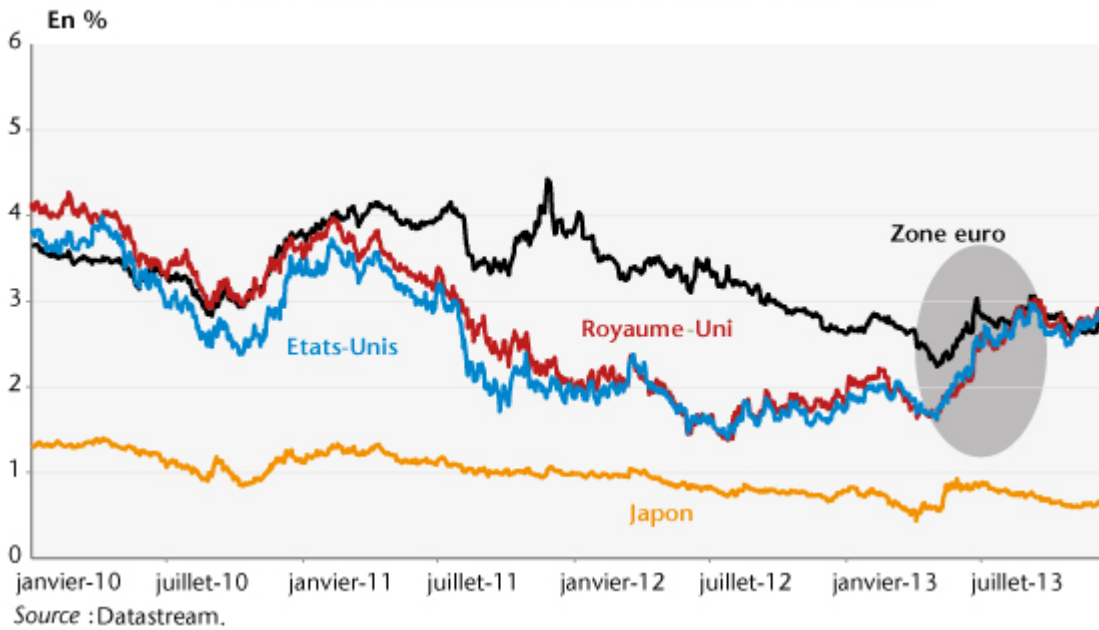
D'autre part, la réduction du portefeuille de titres publics détenus par la banque centrale devrait entraîner une hausse des taux longs. C'est en tout cas ce que suggère une partie de la littérature récente sur l'effet des politiques monétaires non conventionnelles. La dynamique des taux d'intérêt obligataires observée en mai 2013 (graphique 1) lorsque les marchés ont anticipé[5] pour la première fois un recul progressif des achats de la Réserve fédérale montre que la hausse peut être rapide et provoquer une forte volatilité sur les marchés financiers. L'explication de cette hausse pourrait avoir été liée à la fin ou au débouclage d'opérations d'arbitrages réalisées par des investisseurs qui ont profité des faibles taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés pour s'endetter et chercher des placements plus rémunérateurs sur d'autres marchés, et notamment les marchés émergents. Les conséquences d'un tel scénario doivent être prises en compte par les banques centrales. Si la conduite de la politique monétaire passe par une réduction des interventions des banques centrales, il faut tenir compte de l'impact de ce retrait sur le service de la dette. Malgré le processus de réduction de la dette publique, les besoins de

financement des gouvernements seront élevés et un surcoût du refinancement lié à une hausse des taux d'intérêt pourrait conduire les Etats à amplifier la consolidation, ce qui aurait alors des effets néfastes sur l'activité économique. Inversement, le maintien de faibles taux d'intérêt peut largement contribuer à faciliter l'ajustement budgétaire, en permettant un refinancement à faible coût et en apportant un stimulus à l'économie, qui atténue l'impact récessif des ajustements budgétaires.

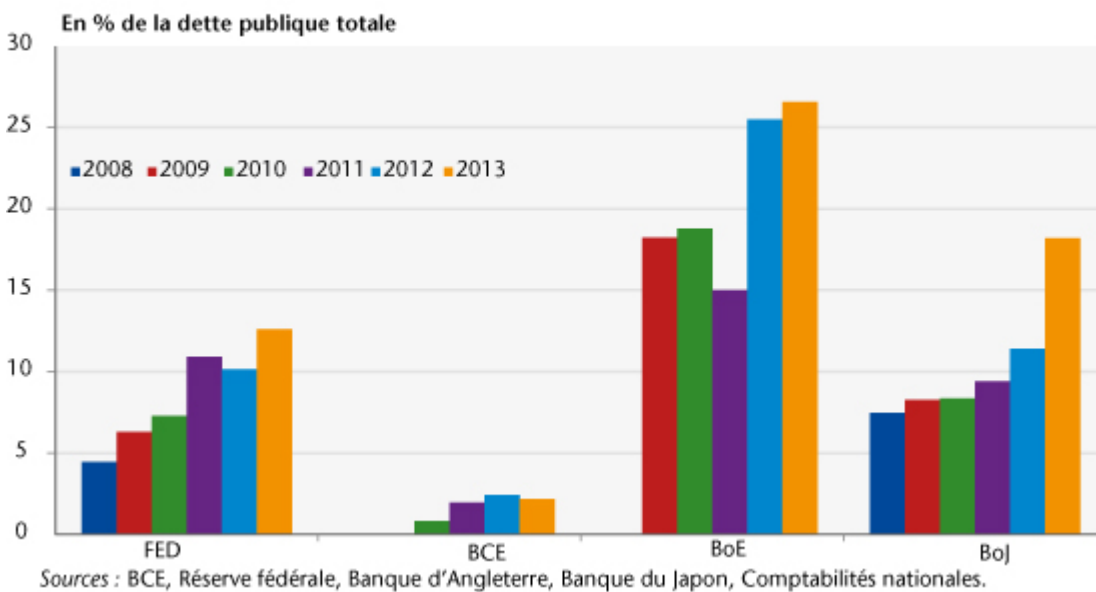
La nature de ces interactions, le contexte macroéconomique marqué par l'importance des dettes publiques et les risques d'instabilité financière rendent donc indispensable la coordination entre politiques monétaire et budgétaire. La citation de James Tobin reprise par Turner[\[6\]](#) (2011) illustre parfaitement cette nécessité dans le cas des Etats-Unis : « *La Réserve fédérale ne peut pas prendre de décisions rationnelles de politique monétaire sans savoir quel type de dette le Trésor a l'intention d'émettre. Le Trésor ne peut pas rationnellement déterminer la structure des échéances de la dette portant intérêt, sans savoir combien de dettes la Réserve fédérale a l'intention de monétiser* ».

Dans le cas européen, cette question semble être de second ordre puisque le portefeuille d'actifs de la BCE est peu important (graphique 2). Même en observant que le portefeuille est concentré sur les titres obligataires émis par quelques pays (italiens, espagnols, portugais, grecs et irlandais), dont la dette publique représente 42 % de celle de la zone euro, l'encours de dette détenu par la BCE est porté à 5 % en considérant uniquement les pays en crise. Ainsi, nous pouvons regretter que la BCE n'ait pas mené une politique monétaire plus active, qui aurait justement permis de baisser significativement et plus uniformément les taux d'intérêt dans l'ensemble des pays de la zone euro, afin de réduire le besoin de consolidation et d'en atténuer les effets négatifs.

Graphique 1. Taux d'intérêt sur la dette publique à long terme



Graphique 2. Dette publique nationale détenue par les banques centrales



[1] L'expression « en temps normal » fait ici référence au fait que la conduite de la politique monétaire se caractérise habituellement par les décisions prises par les banques centrales sur le taux directeur qui est un taux d'intérêt de court terme. Pendant la crise, les banques centrales ont fixé

ce taux directeur à un niveau plancher proche de zéro (*Zero lower bound*) et elles ont donc eu recours à de nouvelles mesures pour renforcer le caractère expansionniste de la politique monétaire.

[2] Voir « [The changing role of central banks](#) », *BIS Working Paper* n°326, novembre.

[3] Voir « [Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability](#) », *OECD Working Paper* n°3.

[4] Voir « [The interest rate effects of government debt maturity](#) », *BIS Working Paper* n°415, juin.

[5] Ces anticipations ont d'abord été alimentées par l'amélioration de la situation de l'emploi aux Etats-Unis puis par la déclaration de Ben Bernanke confirmant un possible retrait de la Réserve fédérale. Ces éléments sont décrits plus en détail par la BRI dans sa [revue trimestrielle](#) de septembre 2013.

[6] Voir « [Fiscal dominance and the long-term interest rate](#) », 2011, *Financial markets group special paper series* 199, mai.

L'obligation de résultat du pacte de responsabilité

Par [Xavier Timbeau](#), @XTimbeau, OFCE

Ce texte a été publié dans la rubrique "Rebonds" de Libération du 28 février 2014.

Politique d'offre ou de demande ? Ce débat nous renvoie des

décennies en arrière lorsque les tenants de la politique de l'offre, Ronald Reagan et Margaret Thatcher, voulaient mettre au placard les pratiques keynésiennes. A propos du pacte de responsabilité, le débat est sans objet. Le diagnostic est bien que les entreprises souffrent d'un taux de marge si faible qu'il en compromet leur survie. Que les pertes depuis les années 2000 de parts de marché ne peuvent pas s'expliquer par le seul passage à une société post-industrielle. Vouloir par n'importe quel moyen rehausser les marges des entreprises est donc une priorité. Mais la restauration des marges des entreprises ne sera pas la condition suffisante pour qu'elles se remettent sur une trajectoire de productivité croissante, garantissant leur compétitivité dans le moyen terme. Se remettre sur cette trajectoire passe par de nombreuses réformes allant d'un meilleur système éducatif à une fiscalité stable et la plus neutre possible en passant sur le jeu des effets d'agglomération et de spécialisation. Coordonner les projets de chacun autour d'une stratégie globale, réalisant la transition énergétique est aussi un instrument puissant. Mais sur tout cela, le pacte de responsabilité restera silencieux.

Pour être clair, le pacte de responsabilité vise une amélioration de la situation des entreprises, qui permet de compenser en partie la chute de l'activité qui résulte de la crise de 2008 et des pertes de compétitivité que l'économie française enregistre face à ses partenaires en déflation (dont l'Espagne) ou par la hausse de l'euro. S'il est financé par des impôts ou des baisses de dépenses, ce sera une dévaluation fiscale, qui fera payer aux consommateurs, aux salariés ou aux bénéficiaires des prestations sociales la baisse des coûts des entreprises. Lorsque la baisse de coût des entreprises est plutôt ciblée sur les bas salaires on peut attendre de l'ordre de 130 000 emplois créés à 5 ans en prenant en compte le financement (voir par exemple [l'article d'Heyer et Plane dans la revue de l'OFCE n°126](#)). Les contreparties, l'adhésion des syndicats ou du Medef, la mobilisation de tous autour d'un diagnostic sombre et commun ne feront pas la révolution que

certains attendent, mais participent à la solution.

Bien sûr, une dévaluation fiscale alors que les pays d'Europe du Sud flirtent avec la déflation et où chacun court après l'équilibre de sa balance courante, y compris en freinant la demande interne, ne conduira pas la zone euro vers la sortie de la crise mais l'enfermera dans la stagnation longue. La dévaluation fiscale n'est pas la bonne politique pour l'Europe. Mais pour la France, tant que l'Europe n'a pas d'autre voie que le suicide collectif, la dévaluation fiscale est la réponse logique.

130 000 emplois, ce n'est pas suffisant pour inverser la courbe du chômage. C'est même dérisoire face à plus d'un million de chômeurs supplémentaires depuis 2008. Mais le pacte de responsabilité peut être autre chose qu'une dévaluation fiscale. L'obligation de résultat, à savoir réduire le chômage, ne laisse pas beaucoup de choix. Pour que le pacte de responsabilité s'accompagne d'une réduction significative du chômage, la clef est de ne pas le financer. Le marché à proposer à nos partenaires est celui d'un laxisme relatif sur notre trajectoire de déficit public en échange de réformes qui semblent structurelles à tout le monde. Réduction de la dépense publique, fiscalité favorable aux entreprises, priorité aux enjeux de compétitivité sont autant de gages qui libèrent une marge de manœuvre.

Les engagements budgétaires de la France auprès de Bruxelles sont de réduire le déficit structurel de 50 milliards. Si l'on applique cet effort budgétaire jusqu'en 2017, nous amputerons de presque 1 point la croissance chaque année et le chômage ne baissera pratiquement pas d'ici à 2017. En fait, seul le déficit public serait réduit, à 1,2 point de PIB, ouvrant une dynamique très favorable après 2017, puisque la dette publique baissera sans restriction budgétaire supplémentaire et donc sans entraver la baisse du chômage. Situation confortable s'il en est pour le successeur de François Hollande qui pourra même en profiter pour baisser les impôts des plus riches. En

associant baisse des impôts, baisse du chômage et baisse de la dette publique, ce qui restera est que le ou la « magicienne » aura succédé au « malhabile ».

En revanche, en utilisant la marge de manœuvre de 50 milliards d'euros, c'est-à-dire en renonçant à réduire de 50 milliards le déficit structurel, le résultat serait tout autre. A partir de simulations réalisées à l'OFCE, il apparaît que la baisse du chômage pourrait être d'ici à 2017 de presque 2 points. Certes, le déficit structurel serait inchangé, mais le déficit public, celui que l'on voit, serait sur une trajectoire de baisse : il arriverait en 2017 à un peu plus de 2 points de PIB (contre 4,2% à la fin de l'année 2013), mettant la dette publique dans la zone de diminution du ratio dette sur PIB. Le bilan à la veille de l'élection présidentielle serait plus avantageux et le scrutin plus ouvert.

Pour mobiliser cette marge de manœuvre, il faut convaincre nos partenaires (et la Commission européenne) de la radicalité de la situation. Les résultats des élections européennes seront probablement là pour le rappeler et rendre claire à tous l'obligation de résultat.

Reagan a eu la grande habilité de chercher du côté de la politique budgétaire le moteur de sa politique de l'offre. Il a créé ainsi une mythologie selon laquelle baisser l'impôt des plus riches est bon pour la croissance, avec les conséquences que l'on connaît aujourd'hui sur les inégalités. Thatcher a cru jusqu'au bout que la réduction de la dette publique était la bonne politique. Elle n'a fait que préparer le terrain à Tony Blair quelques années plus tard. C'est ainsi que les cycles politiques se font, sur les résultats. C'est ainsi aussi que les responsabilités s'engagent, sur les conséquences longues des choix que l'on fait.

Croissance au quatrième trimestre 2013, mais ...

Par Hervé Péléraux

Selon l'[indicateur avancé de l'OFCE](#), l'économie française a dû progresser de +0,5 % au quatrième trimestre 2013. Ce résultat attendu traduit l'amélioration des enquêtes de conjoncture, notable depuis environ un an. Marque-t-il pour autant le retour du PIB sur un sentier de croissance durablement plus élevé ? Il est encore trop tôt pour le dire.

L'amélioration des enquêtes de conjoncture a d'abord préfiguré l'interruption de la seconde récession intervenue au cours du premier semestre 2011. Les comptes nationaux ont ensuite validé le signal émis par les enquêtes, avec une reprise de la croissance au deuxième trimestre 2013 de +0,6 % (tableau). Le PIB s'est certes à nouveau replié au troisième trimestre (-0,1 %), mais en moyenne, sur les deux derniers trimestres, la croissance s'est établie à environ +0,2 % par trimestre, rythme de croissance encore très modéré mais positif.

Dans le même temps, l'indicateur avancé, qui vise à traduire, par une estimation de la croissance du PIB à très court terme, l'information conjoncturelle contenue dans les enquêtes, témoignait aussi d'un lent redressement de l'activité : en moyenne sur les deux derniers trimestres, la croissance est estimée à +0,1 %, chiffre un peu inférieur à l'évaluation des comptes nationaux.

Tableau. Taux de croissance du PIB français selon les comptes nationaux et l'indicateur

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2005

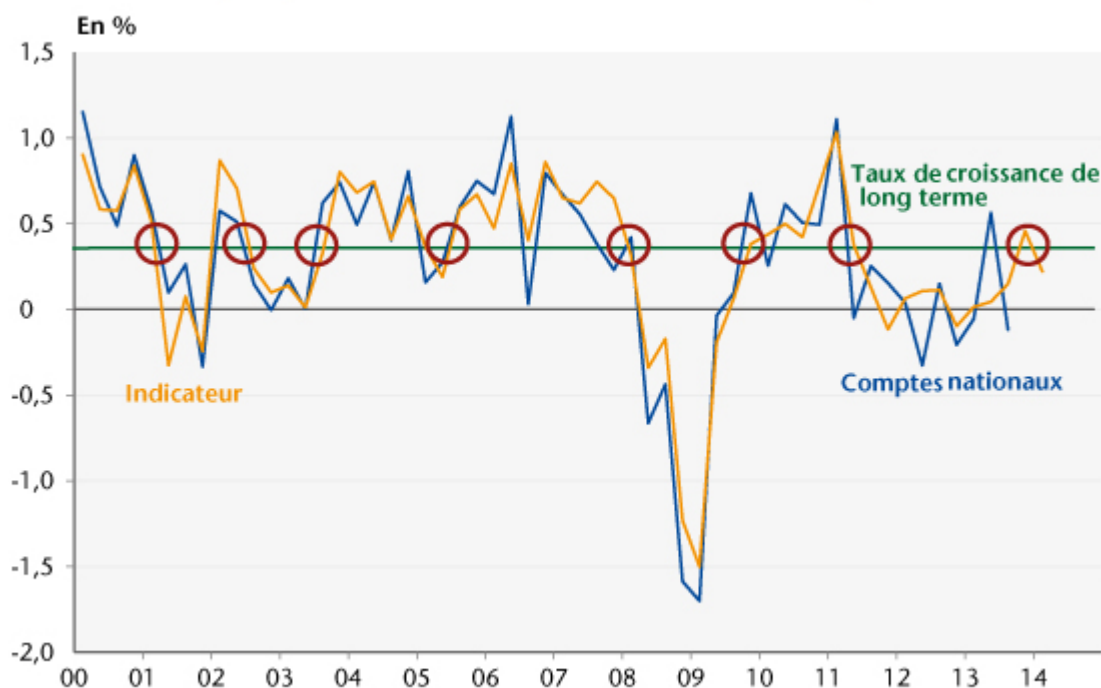
	2012	2013				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Comptes nationaux	-0,2	-0,1	+0,6	-0,1	-	-
Indicateur	-0,1	0,0	0,0	+0,1	+0,5	+0,2

Sources : INSEE, Commission européenne, calculs OFCE.

Depuis quelques mois, la progression non démentie de la confiance des agents privés a rehaussé les perspectives pour la fin de l'année 2013 : le débat s'oriente désormais vers la possibilité pour l'économie française de franchir un point de retournement à la hausse et pour la croissance de s'établir durablement à un rythme supérieur à son taux de croissance de long terme (+0,35 % par trimestre).

Conformément à l'expérience passée, lorsque l'indicateur a lancé des signaux avant-coureurs de retournement du cycle conjoncturel, le signal envoyé pour le quatrième trimestre 2013 pose le jalon d'un franchissement du taux de croissance de long terme de l'économie française (graphique). Ce signal est fragile : les informations encore très partielles sur le premier trimestre 2014, à savoir les enquêtes de conjoncture de janvier, laissent attendre une rechute du taux de croissance sous le potentiel. L'éventualité d'une vraie reprise, durable, à même de créer des emplois et d'inverser la courbe du chômage, est donc encore très incertaine.

Graphique. La croissance du PIB estimée et prévue



Sources : INSEE, Commission européenne, calculs OFCE.

Note sur l'indicateur avancé :

L'indicateur avancé vise à prévoir le taux de croissance trimestriel du PIB français deux trimestres au-delà des dernières données disponibles. Les composantes de l'indicateur sont sélectionnées parmi les données d'enquêtes, séries rapidement disponibles et non révisées. La sélection des séries est menée sur une base économétrique en partant des enquêtes de conjoncture réalisées dans les différents secteurs productifs (industrie, construction, services, commerce de détail) et auprès des consommateurs. Deux séries liées à l'environnement international sont également significatives, le taux de croissance du taux de change réel de l'euro contre le dollar et le taux de croissance réel du prix du pétrole.

Certaines des composantes sont avancées d'au moins deux trimestres et peuvent être utilisées comme telles pour prévoir la croissance du PIB. Les autres sont coïncidentes, ou ne sont pas suffisamment avancées pour effectuer une prévision à deux

trimestres. Ces séries doivent être prévues, mais sur un horizon de court terme qui n'excède jamais quatre mois.

L'indicateur avancé est calculé au début de chaque mois, peu après la publication des enquêtes auprès des entreprises et des ménages.