

L'investissement des entreprises pénalisé par le Brexit

par [Magali Dauvin](#)

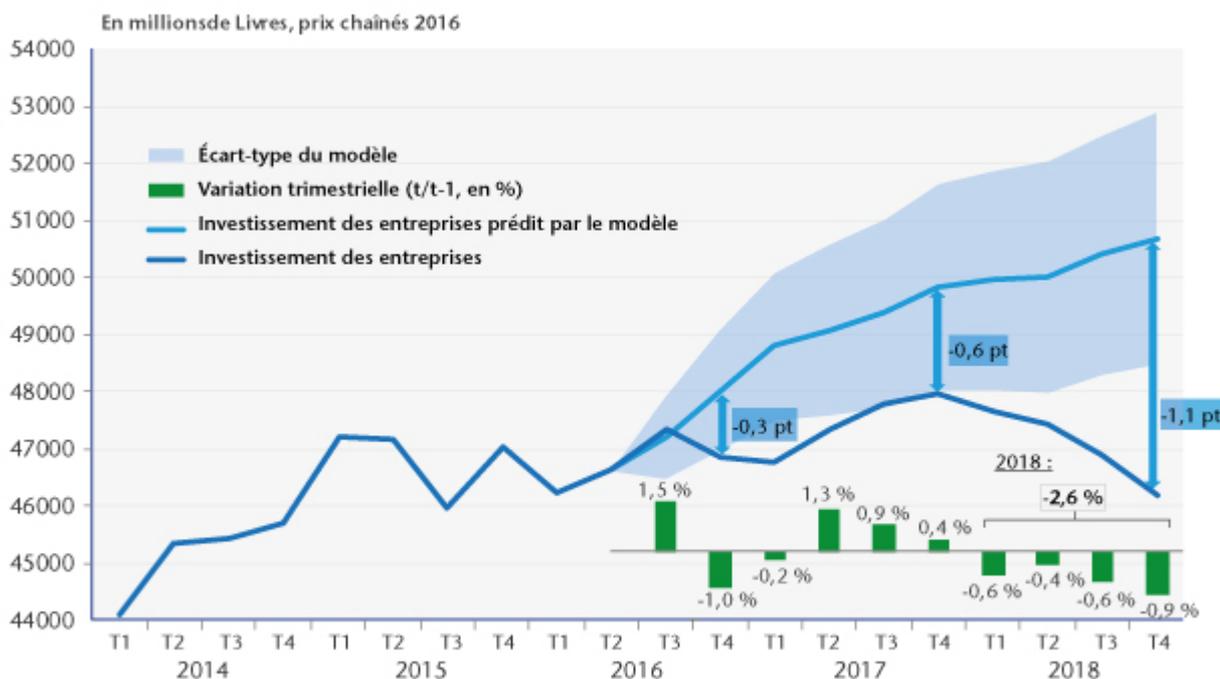
À l'heure où les perspectives de commerce mondial demeurent orientées à la baisse[1], la demande intérieure britannique peine à rester dynamique : la consommation des ménages s'est essoufflée en fin d'année tandis que l'investissement chute de 0,2 % en 2018.

Cette dernière baisse est à imputer en quasi-totalité à l'investissement des entreprises non financières[2] (55% de la FBCF en volume) qui a baissé consécutivement durant les quatre trimestres de l'année (graphique 1) : atteignant -2,6 % en 2018.

L'investissement peut être expliqué par un modèle à correction d'erreur[3]. Celui utilisé à l'OFCE pour les prévisions de l'investissement des entreprises non financières au Royaume-Uni bénéficie d'un ajustement pouvant être considéré comme « correct » au regard de son pouvoir explicatif (le coefficient de détermination est de 85%) sur la période pré-referendum (1987T2 – 2016T2). Si nous simulons la trajectoire de l'investissement après le référendum de 2016 (en bleu clair), on remarque que celle-ci dévie des données d'investissement reportées par l'ONS (bleu foncé) de façon systématique[4].

Ce résultat est conforme à ceux que l'on peut trouver dans la littérature récente montrant également que les modèles tendent systématiquement à surévaluer le taux d'investissement des entreprises britanniques depuis 2016[5]. De 0,5 point de PIB en 2017, l'écart n'a cessé de progresser en 2018 pour atteindre un peu plus d'un point de PIB au dernier trimestre.

Graphique. Évolution et simulation de l'investissement des sociétés non financières au Royaume-Uni



Note : Il est possible que la somme des évolutions trimestrielles ne correspondent pas à l'évolution annuelle en raison des arrondis.

Source : ONS, Calculs OFCE.

Comment expliquer ce décrochage ? Nous interprétons cette déviation comme l'effet de l'incertitude liée au Brexit, en particulier celle sur les modalités commerciales futures entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Près de la moitié des échanges extérieurs britanniques sont en provenance ou à destination du marché unique. Bien que l'inclusion d'un indicateur d'incertitude (EPU, voir Bloom et al., 2007) dans l'équation d'investissement n'ait pas permis de l'identifier clairement, plusieurs études sur des données d'entreprises britanniques vont dans ce sens. Tout d'abord, les périodes d'incertitude accrue se caractérisent par un investissement significativement plus bas depuis la crise de 2008 (Smietbanka, Bloom et Mizen, 2018). Par rapport à un scénario sans référendum (*i.e.* sans Brexit), le passage à un régime avec des tarifs douaniers renégociés aurait eu pour effet :

- de diminuer le nombre d'entreprises britanniques entrant sur le marché européen et d'en avoir poussé davantage vers la sortie (Crowley, Exton et Han, 2019) ;

– de peser sur l’investissement des entreprises du fait de perspectives de tarifs douaniers similaires à ceux prévalant sous les règles de l’OMC (Gornicka, 2018).

La baisse de l’investissement « a coûté » 0,3 points de PIB en 2018[6] et ce coût pourrait augmenter à mesure que sont pris en compte les effets de second tour (ce n’est pas notre cas ici). Si les incertitudes ne se lèvent pas, le « Brexeternity » – expression employée pour caractériser la longue période de négociation entre le Royaume-Uni et l’Union européenne – risquerait d’avoir un effet bien plus déprimant sur la croissance future britannique et le niveau de vie de ses citoyens.

[\[1\] L’indicateur composite de l’OMC demeure en-dessous \(96,3\) de sa tendance de long-terme \(100\) depuis la mi-2018.](#)

[\[2\]](#) Reporté par l’ONS (Office for National Statistics) comme du « Business Investment ». Les entreprises non financières détenues en partie ou en totalité par l’État sont incluses dans ce champ, mais elles représentent moins de 4% du total. Cette mesure de l’investissement ne tient pas compte des dépenses en logement, terrains, bâtiments existants ainsi que les coûts liés au transfert de propriété d’actifs non produits.

[\[3\]](#) Voir l’article de Ducoudré, Plane et Villemot (2015) dans la *Revue de l’OFCE*, n° 138, pour plus de détails sur la stratégie adoptée.

[\[4\]](#) Un léger décrochage est constaté à partir de 2015, au moment où la loi sur le référendum a été adoptée.

[\[5\]](#) En particulier les travaux de Gornicka (2018).

[6] Il s’agit de la contribution de l’investissement des entreprises non financières au PIB en 2018.

Bibliographie

Bloom N., Bond S. et Van Reenen J., 2007, « Uncertainty and investment dynamics », *The review of economic studies*, vol. 74, n° 2, 391-415.

Crowley M., Exton O. & Han L. (2019). « [Renegotiation of Trade Agreements and Firm Exporting Decisions: Evidence from the Impact of Brexit on UK Exports](#) », *CEPR Discussion Paper*, 13446.

Ducoudré B., Plane M., & Villemot S., 2015, « Équations d'investissement », *Revue de l'OFCE*, n° 138, 205-221.

Gornicka L., 2018, « [Brexit Referendum and Business Investment in the UK](#) », *IMF Working Paper* 18/247.

Smietanka P., Bloom N., & Mizen P., 2018, « Business investment, cash holding and uncertainty since the Great Financial Crisis », *Bank Of England, Staff Working Paper*, 753.

CICE : des effets faibles sur l'activité économique, modérés sur l'emploi

par [Nicolas Yol](#) et [Bruno Ducoudré](#)

Six années après sa mise en place par le gouvernement de Jean-Marc Ayrault, le Crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) sera transformé en baisses de cotisations sociales patronales dès janvier 2019. Les travaux d'évaluation de ce dispositif fiscal d'ampleur (1 point de PIB reversé aux entreprises sous forme d'un crédit d'impôt assis sur la masse salariale) se

poursuivent néanmoins. Les premiers travaux d'évaluation se sont concentrés sur les effets microéconomiques du CICE. Ces travaux ne permettent toutefois pas de saisir l'ensemble des mécanismes en jeu et des effets induits par la mise en œuvre du CICE. Ils ne prennent pas en compte au moins trois mécanismes importants : les effets de bouclage macroéconomique du CICE ; les effets dus à la mise en place de mesures pour le financer (hausse de taxes et économies de dépenses publiques) ; les effets du CICE reçus par une entreprise sur les autres entreprises *via* les modifications de prix des consommations intermédiaires. À la demande de France Stratégie, l'OFCE a donc réalisé une évaluation des impacts macroéconomiques du CICE sur la période 2013-2015, en intégrant les résultats des évaluations sur données microéconomiques, et sera amené à poursuivre ses travaux sur cette question au cours des prochains trimestres. Nous présentons ici les principales hypothèses et résultats de ce [premier rapport](#).

Une mesure s'apparentant à une baisse du coût du travail

Le CICE est un avantage fiscal consistant à accorder aux entreprises un crédit d'impôt, ce dernier étant calculé sur la part de la masse salariale n'excédant pas 2,5 SMIC. Autrement dit, toute entreprise employant au moins un salarié rémunéré en-dessous de 2,5 SMIC est éligible au dispositif. Pour un taux de CICE de 6 %, une entreprise bénéficiera d'un crédit d'impôt représentant 6 % de sa masse salariale éligible^[1]. Ce dispositif implique que la quasi-totalité des entreprises peut bénéficier du CICE, à des degrés divers selon la structure de leur masse salariale. Ainsi, les entreprises évoluant dans des secteurs d'activité particuliers (par exemple à très haute valeur ajoutée) sont peu exposées au CICE dans la mesure où leurs salariés sont pour la plupart rémunérés au-dessus du seuil de 2,5 SMIC, alors que d'autres bénéficieront très largement du dispositif.

Dans sa forme actuelle, le CICE est un dispositif de baisse du

coût du travail assez singulier pour deux raisons. Premièrement, il s'agit d'un avantage fiscal induisant une baisse indirecte du coût du travail, qui se matérialise par une baisse de l'impôt sur les bénéfices versé par les entreprises (IS). Par conséquent, il diffère des dispositifs habituellement utilisés pour réduire le coût du travail de façon plus explicite, tels les allègements de cotisations (ex : allègements généraux dits « allègements Fillon »). Deuxièmement, la créance correspondant à la masse salariale éligible de l'année t est imputée sur l'IS à partir de l'année $t+1$ pour les entreprises bénéficiaires, d'où un décalage de trésorerie rendant peu visible l'impact sur le coût du travail[2]. Pour ces raisons, toutes les entreprises n'ont pas immédiatement modifié leur comportement en termes de recrutement et de politique de prix.

De quels effets parlons-nous ?

La baisse du coût du travail résultant du CICE peut avoir plusieurs effets sur les entreprises. Ces dernières peuvent ainsi répercuter le CICE sur leurs prix afin de réaliser des gains de parts de marché à l'étranger, se traduisant également par un recul des importations sur le marché français. Concernant le marché du travail, le CICE peut être utilisé comme une opportunité de favoriser le facteur travail par rapport au facteur capital, dans la mesure où le prix relatif du premier devient moins élevé. Une hausse de l'emploi stimule le revenu des ménages, leur consommation et la demande adressée aux entreprises (effet de bouclage macroéconomique). Un phénomène de redistribution sous forme d'augmentations de salaires est également envisageable, notamment dans les secteurs où les salariés sont en mesure de capter une partie des montants versés aux entreprises. Dans les cas où le CICE n'est pas répercuté sur les prix, les salaires ou les embauches, il peut alors contribuer à augmenter les marges, les investissements ou les dividendes[3].

Une limite importante du CICE a trait aux mesures fiscales et

budgétaires qui ont accompagné sa mise en place. En effet, des hausses d'impôts indirects (TVA, fiscalité écologique) ainsi que des économies de dépenses publiques ont été réalisées pour couvrir le coût du dispositif. Ces efforts budgétaires s'élevant à près de 20 milliards d'euros exercent des contraintes fortes sur la demande des ménages et des administrations publiques. L'impact récessif sur la demande adressée aux entreprises est susceptible de limiter fortement l'efficacité du CICE sur les embauches, d'autant plus que les effets d'offre peuvent être longs à se matérialiser. Ainsi, les entreprises ne répercutent pas nécessairement instantanément le crédit d'impôt sur leurs prix ou leur demande de travail, alors que l'effet récessif de la fiscalité est immédiat[4]. En considérant à la fois les effets stimulants du CICE (principalement sur l'offre) et les effets récessifs (principalement sur la demande), il est difficile d'estimer *a priori* les impacts de cette mesure sur l'économie dans son ensemble. Notre étude consiste précisément à quantifier les effets macroéconomiques du CICE en tenant compte des contraintes exercées par son financement.

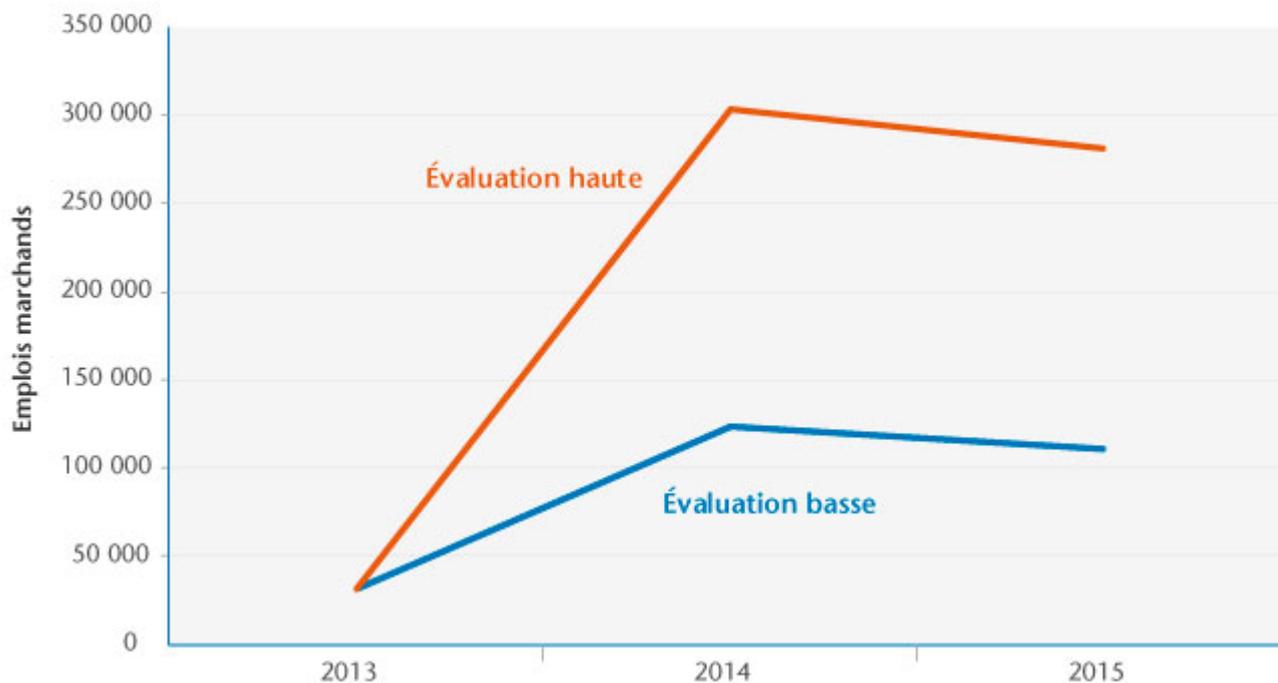
Des effets modérés sur l'emploi, faibles sur le PIB

Dans le cadre de notre étude, nous avons simulé les impacts macroéconomiques du CICE à partir du modèle *e-mod.fr* de l'OFCE. Afin d'assurer une calibration du modèle[5] aussi précise que possible, nous avons utilisé les résultats obtenus à partir de données d'entreprises par une équipe de chercheurs du TEPP[6]. L'utilisation de ces résultats microéconomiques permet également de prendre en compte la réaction des entreprises vis-à-vis du CICE dans notre modèle, puisque nous considérons le dispositif comme une baisse du coût du travail.

L'équipe du TEPP trouve deux résultats microéconomiques significatifs concernant les créations d'emplois associées au CICE, un résultat « bas » et un résultat « haut », mais qui ne tiennent pas compte des efforts budgétaires et des effets de bouclage macroéconomique. Nous simulons donc deux évaluations,

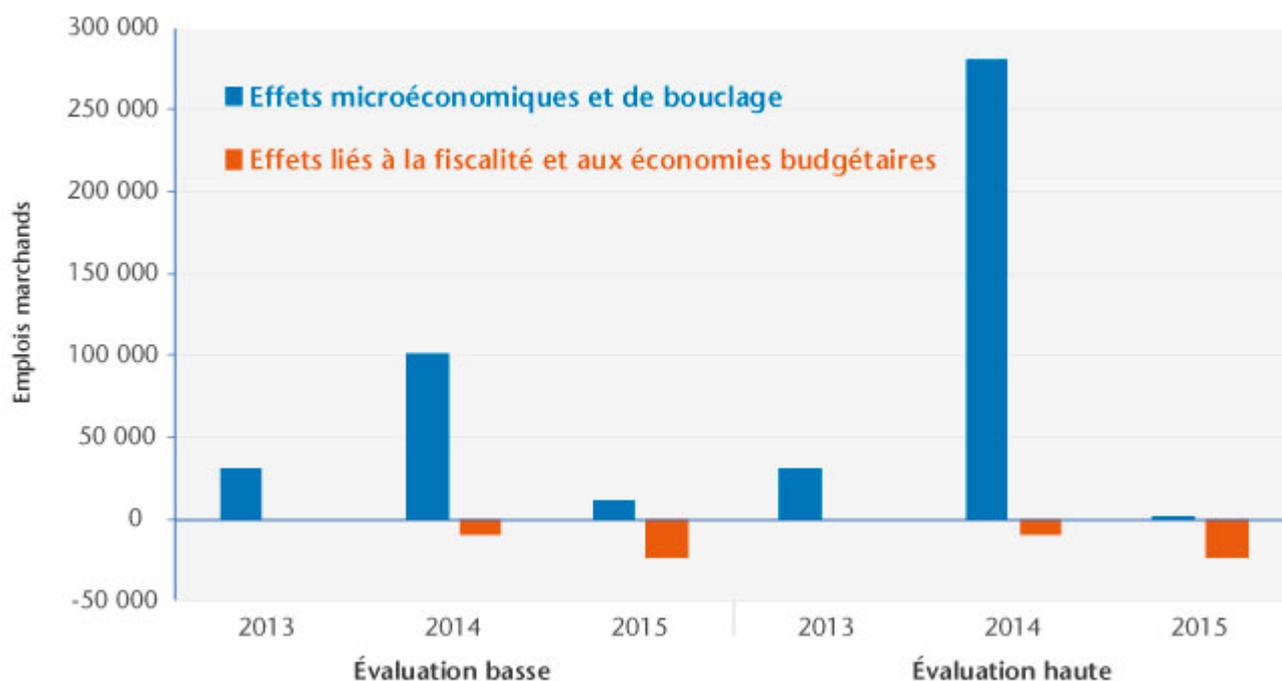
auxquelles nous intégrons également un résultat positif sur les salaires mis en avant par la même équipe du TEPP.

Graphique 1. Simulation des effets du CICE sur l'emploi



Source : Calculs OFCE, e-mod.fr.

Graphique 2. Décomposition des effets du CICE sur l'emploi



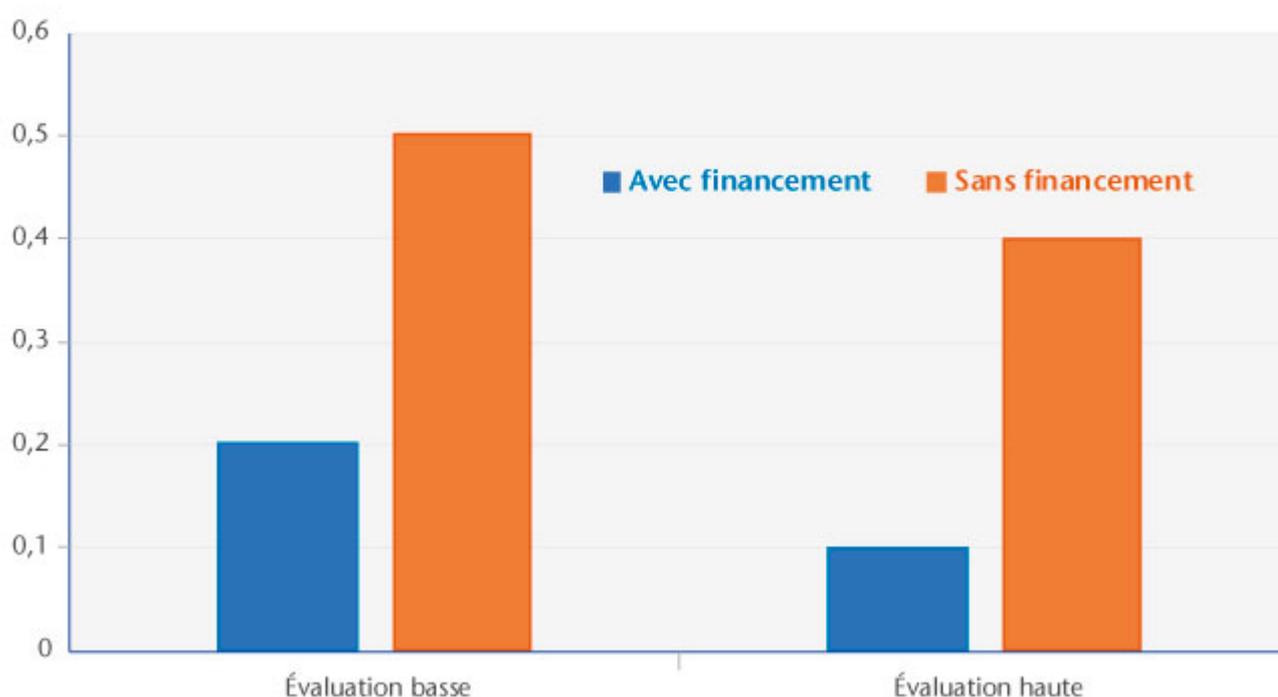
Source : Calculs OFCE, e-mod.fr.

Le graphique 1 montre que les effets du CICE sont contrastés selon le scénario considéré. Lorsque l'évaluation « basse »

est simulée, nos résultats chiffrant les créations d'emplois à 110 000 à l'horizon 2015, alors que les résultats de l'évaluation « haute » sont trois fois supérieurs. Toutefois, l'évaluation « haute » semble surestimer les effets du CICE dans la mesure où une baisse du taux de marge des entreprises est observée dans les simulations. Or, le CICE est un dispositif devant permettre aux entreprises de reconstituer leurs marges à court terme, un phénomène plus compatible avec les résultats de notre évaluation « basse ». Dans son [rapport 2018](#), le Comité de suivi de France Stratégie semble par ailleurs privilégier le scénario microéconomique « bas » de l'équipe TEPP, sans pour autant exclure des effets du CICE plus importants sur l'emploi.

Le graphique 2 apporte des informations complémentaires et montre que les effets relatifs au financement du CICE (fiscalité, économies de dépenses publiques) sont importants et contribuent à limiter l'efficacité du dispositif. Les effets du financement étant constants dans les deux évaluations, l'impact du CICE sur le comportement des entreprises en termes de demande de travail est déterminant pour obtenir un effet « net » important sur l'emploi. Autrement dit, les effets d'offre doivent être rapides pour compenser l'impact négatif du financement sur la demande intérieure. Il faut ajouter que les simulations ne prennent en compte qu'un tiers des économies de dépenses publiques, en raison de la disponibilité limitée des données fournies par le TEPP (2013-2015). Par conséquent, le coût du CICE n'est pas totalement couvert dans nos simulations, d'où une impulsion budgétaire positive. Si nous avions pu prolonger nos simulations, les effets négatifs du financement auraient probablement été plus importants.

Graphique 3. Contribution du CICE au PIB en fin de période, en écart au compte central



Source : Calculs OFCE, e-mod.fr.

Le graphique 3 montre clairement que le mode de financement du CICE détermine grandement la capacité stimulante du dispositif sur l'économie. En considérant que le coût du CICE n'est pas couvert pas des restrictions budgétaires ou des hausses d'impôts, l'effet sur le PIB est important quel que soit le scénario considéré (entre 0,4 % et 0,5 % de PIB, en écart au compte central). En revanche, l'introduction du financement annihile une part significative des effets, la contribution du CICE au PIB devenant quasi-nulle (entre 0,1 % et 0,2 %). Le niveau d'activité rétroagissant sur l'emploi (Okun, 1962), l'efficacité du CICE ne dépend pas seulement de son impact sur le coût du travail, mais également de facteurs affectant la croissance comme la fiscalité ou la dépense publique. Ces résultats témoignent de la nécessité de prendre en compte l'ensemble des canaux de diffusion du CICE à l'économie (effets microéconomiques, bouclage macroéconomique, financement) afin d'évaluer de manière plus exhaustive son impact sur l'économie.

[1] Ce taux de 6 % s'appliquera en réductions de cotisations sociales patronales à partir de 2019. Les précédents taux de CICE s'élevaient à 4 % (2013), 6 % (2014, 2015, 2016), 7 % (2017) puis à nouveau 6 % (2018).

[2] Un pré-financement assuré par Banque publique d'investissement (BPI) est toutefois possible. Pour les entreprises ne réalisant pas de bénéfice, la créance CICE est restituée les années suivantes.

[3] Le CICE ne faisant l'objet d'aucune contrepartie, il est en pratique très difficile de connaître de manière directe et précise son utilisation par les entreprises.

[4] En particulier, la hausse de la TVA est effective depuis le 1^{er} janvier 2014.

[5] Pour davantage de détails sur le modèle utilisé, voir [l'étude complète](#).

[6] Voir le [rapport](#) de France Stratégie.

Quelle incidence du CICE sur les salaires et l'emploi ?

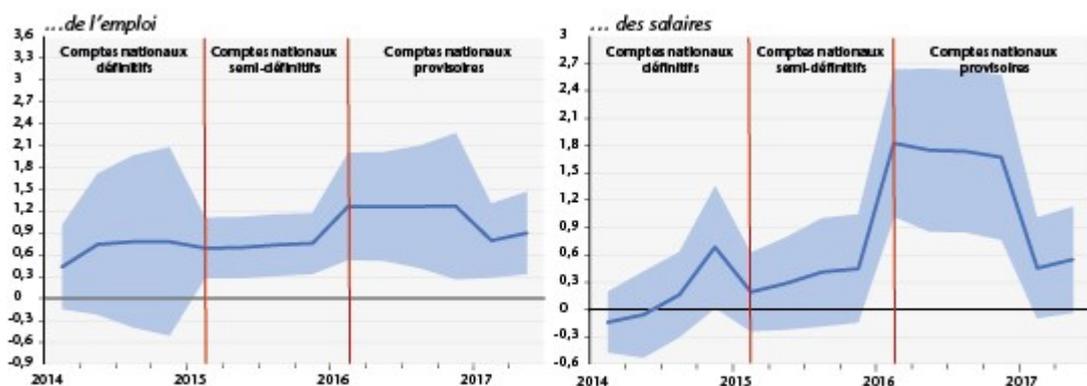
Par [Bruno Ducoudré](#), [Éric Heyer](#), Alaïs Martin-Baillon, [Mathieu Plane](#) [1]

Le dernier rapport du Comité de suivi du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE) rappelle la difficulté d'évaluer l'impact de ce dispositif et propose des conclusions extrêmement prudentes sur son efficacité. Il mentionne également l'importance de mener des études macroéconomiques

complémentaires aux travaux existants et la nécessité de poursuivre cette évaluation afin d'allonger la période de temps disponible pour ces analyses économétriques. Ce rapport relance la question de l'efficacité du CICE au moment même où l'exécutif annonce qu'il va le transformer en baisse de cotisations sociales patronales pour 2019. Cette mesure phare du quinquennat Hollande fait ainsi l'objet de multiples évaluations qui n'ont pour l'instant pas atteint de consensus (voir le [rapport](#) de France Stratégie : ou encore les [évaluations](#) de l'OFCE réalisées à partir d'*emod.fr*). À ce jour, France Stratégie conclue à un « un effet sur les salaires difficiles à déceler » et, avec un certain nombre de réserves, à un effet modéré sur l'emploi.

Dans notre étude « [Quelle incidence du CICE sur les salaires et l'emploi ? Une évaluation sur la période 2014 t1 à 2017 t3](#) » (publiée dans le dernier *Working paper* de l'OFCE, n°25 du 26 octobre 2017), nous proposons une évaluation trimestrielle de ce dispositif à l'aide de données issues des comptes de branches. Dans ce billet nous synthétisons les principaux résultats issus de ce travail et présentons les dernières évaluations à notre disposition. Notre méthodologie consiste à estimer les élasticités interbranches au CICE de l'emploi et des salaires, et cela pour chaque trimestre. Cela nous permet de suivre au cours du temps l'évolution de l'impact de cette mesure. Nous présentons ci-dessous deux graphiques résumant l'évolution temporelle de ces élasticités.

Graphiques 1-2 : Évolution de l'élasticité non pondérée au CICE... (en %)



Note de lecture : Au premier trimestre 2016, pour un montant de CICE équivalent à 1 % de la masse salariale, l'emploi d'une branche augmenterait de 1,3 % relativement aux autres branches. Les traits verticaux indiquent la nature des données sur lesquelles nous travaillons, définitives, semi-définitives et provisoires. L'intervalle de confiance est de 90 %.

Sources : INSEE, calculs des auteurs..

Nos derniers résultats indiquent un effet positif et significatif du CICE sur les salaires au cours de l'année 2016 et qui décline fortement au début de l'année 2017. Nous mettons également en évidence un effet positif et significatif du CICE sur l'emploi depuis le début de l'année 2015, effet qui diminue également au premier trimestre 2017 tout en restant positif.

Ces résultats sont cohérents avec ceux présentés dans les différentes notes [d'étape complémentaire](#) aux rapports de 2016 et 2017 du Comité de suivi du CICE dirigé par France Stratégie lorsque nos travaux portent sur la même période de temps. Leur méthodologie s'appuie sur des données d'entreprises, ce qui limite leur analyse à la période 2013-2015, alors que l'utilisation de données de branches, issues des comptes nationaux trimestriels, nous permet d'estimer l'impact de cette mesure jusqu'au deuxième trimestre de l'année 2017 (avec le corollaire que nous travaillons sur des données sujettes à de possibles révisions).

Les rapports du Comité de suivi du CICE concluent à un effet positif modeste « probable » du CICE sur l'emploi en 2014 et 2015 quand nos estimations laissent apparaître un effet extrêmement faible et seulement très légèrement significatif en fin d'année 2014, voire non significatif sur l'ensemble de

l'année selon les spécifications retenues^[2]. En revanche, nos analyses mettent en évidence un effet positif, significatif et croissant de ce dispositif sur l'emploi entre le premier trimestre de l'année 2015 et le premier trimestre de l'année 2017.

De même, les rapports du Comité de suivi évoquent un effet nul ou très faible du CICE sur les salaires en 2014 et 2015, résultats également mis en avant par nos estimations. Nos travaux laissent apparaître un effet significatif du CICE sur les salaires à la fin de l'année 2015, effet qui perdure en 2016 tout en déclinant fortement jusqu'au premier trimestre de l'année 2017.

La nature même de notre travail, qui s'appuie sur des estimations inter-branches, appelle cependant une interprétation prudente de nos résultats. En effet, ces élasticités se lisent comme la différence en termes de créations d'emplois ou de variations de salaire entre deux branches lorsque l'une d'elles reçoit un point de taux de CICE en plus, ce qui ne permet pas d'évaluer l'impact macroéconomique des variations totales. Par ailleurs, rappelons que nous travaillons sur des données susceptibles d'être révisées par l'INSEE, ce qui peut avoir pour conséquence une modification de ces résultats sur la fin de période.

[\[1\]](#) Ce travail sera mis à jour tous les trimestres et les résultats seront présentés sous forme de billet de blog à échéance régulière.

[\[2\]](#) Voir le document original : [« Quelle incidence du CICE sur les salaires et l'emploi ? Une évaluation sur la période allant du premier trimestre 2014 au deuxième trimestre 2017 », Working Paper de l'OFCE, n°25-2017 pour le détail de ces estimations](#).

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^[3]. 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
Total	21,5	22,8	30	2,9	-1,7	-4,6	0,5	49,9	71,4
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^[4] (+22,8 milliards). Par ailleurs, les mesures prises sur la fiscalité indirecte^[5] – 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.

La BCE étend son programme de QE et brouille sa communication

par [Paul Hubert](#)

La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé ce jeudi 10 mars, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs, une série de mesures supplémentaires d'assouplissement de sa politique monétaire. L'objectif est d'éviter que la déflation ne s'installe et de tenter de soutenir la croissance en zone euro. L'innovation majeure réside dans le programme de financement des banques à taux négatifs. Si les mesures ont été favorablement accueillies par les marchés au moment de leur annonce, une erreur de communication de Mario Draghi, pendant la conférence de presse qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs, a largement réduit une partie de l'effet attendu des décisions prises.

Quelles décisions ont été prises ?

– Les trois taux directeurs fixés par la BCE ont été réduits. Le taux principal de refinancement baisse de 0,05 % à 0 %, tandis que le taux des facilités marginales passe de 0,30 % à 0,25 %. Enfin, le [taux des facilités de dépôts](#), qui rémunère les réserves excédentaires que les banques déposent au bilan de la BCE, baisse lui de -0,30% à -0,40%. Le [coût](#) pour une banque à avoir des liquidités au bilan de la BCE augmente donc.

– Le programme d'[assouplissement quantitatif](#) (QE) est étendu en termes de taille – les achats de titres passent de 60Mds€ à 80 Mds€ par mois – mais surtout en termes de types de titres financiers éligibles à l'achat. Alors que la BCE achetait jusqu'à présent des titres publics (obligations souveraines et/ou de collectivités locales), elle achètera des obligations d'entreprises de bonne qualité, selon les critères des agences de notation. Cette mesure est une réponse directe à l'assèchement de l'offre de titres publics et devrait permettre de peser directement sur les conditions des entreprises qui émettent sur les marchés obligataires.

– L'innovation majeure réside dans le [nouveau programme](#) de TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) dont le but est de réamorcer le canal du crédit bancaire et d'octroyer des financements aux banques *conditionnellement* à leur financement de l'économie réelle. Ces prêts aux banques se feront à des taux nuls, voire négatifs, en fonction de différents [critères](#) parmi lesquels les montants de prêts que les banques accordent aux ménages et aux entreprises. En d'autres termes, la BCE va payer les banques remplissant ces critères pour qu'elles prêtent à leur tour.

Quels effets en attendre ?

L'effet à attendre de telles mesures dépend de la situation sur le marché du crédit. En temps normal, de nombreuses [études](#) montrent que ces mesures ont un effet positif sur l'économie. Cependant, cela ne se vérifiera que si c'est l'*offre* de crédit qui est aujourd'hui contrainte en zone euro. A l'inverse, si le problème réside dans la *demande* de crédit des ménages et des entreprises dont les perspectives en termes de revenus et profits sont faibles, alors ces mesures n'auront que peu d'effet. En accordant des conditions si favorables aux banques, on peut imaginer que la BCE fait le pari d'augmenter la demande solvable de crédit, c'est-à-dire que la BCE fournit des incitations fortes aux banques à prêter à des ménages et individus qui apparaissaient comme non-solvables aux

conditions antérieures. Un autre effet attendu de la baisse du taux sur les facilités de dépôts et de l'augmentation du QE passe par la baisse du taux de change de l'euro, de manière à favoriser les exportations de la zone euro et à augmenter l'inflation importée et donc l'inflation globale de la zone euro. Ce canal est potentiellement d'autant plus important que la Réserve fédérale a enclenché un cycle de resserrement monétaire.

Il n'empêche qu'une politique économique plus pertinente consisterait à utiliser la politique budgétaire – d'autant plus que les conditions de financements des Etats sont à des niveaux historiquement faibles : l'Etat français gagne en 2016 de l'argent à s'endetter [à moins de 4 ans](#) – pour soutenir la demande. La politique monétaire n'en aurait alors que plus d'effet.

Pourquoi annoncer que les marges de manœuvre sont épuisées ?

Mario Draghi, lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs, a annoncé que « la BCE ne réduirait plus les taux d'intérêts », ce qui a eu pour effet de modifier intégralement l'interprétation des marchés financiers des décisions communiquées un peu plus tôt. Alors que ces décisions, très expansionnistes, ont pour but de desserrer plus encore les conditions monétaires et financières et de faire baisser le taux de change de l'euro, l'annonce que les évolutions futures de la politique monétaire de la BCE ne pouvaient être que restrictives a transformé les anticipations des investisseurs.

Parce qu'un des principaux canaux de la transmission de la politique monétaire passe par les anticipations, plusieurs études réalisées sur données américaines[\[1\]](#), anglaises[\[2\]](#) ou de la zone euro[\[3\]](#) montrent que la communication de la banque centrale doit être cohérente avec ses décisions au risque de réduire les effets attendus de la politique monétaire. On parle alors d'un effet de signal de la politique monétaire. La

simple phrase formulée par Mario Draghi en est l'exemple. Le graphique suivant montre le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar sur la journée du 10 mars. La forte baisse du milieu de journée correspond à la publication des décisions prises lors du Conseil des gouverneurs, tandis que la hausse tout aussi brutale correspond au message contradictoire prononcé quelques minutes plus tard lors de la conférence de presse. On constate alors qu'une série de mesures très expansionnistes – dont l'un des buts est de faire baisser l'euro – vient d'être annoncée, que l'euro aura finalement augmenté vis-à-vis du dollar comme si des mesures restrictives avaient été mises en place.

Cela ne veut pas forcément dire que ces décisions n'auront pas d'effets mais qu'une partie des effets sera amoindrie, voire potentiellement nulle. D'autres [canaux de transmission](#) que l'effet de signal restent opérants. Alors que le canal du taux de change se trouve maintenant réduit par l'effet restrictif généré par le canal des anticipations, nous verrons dans les semaines et mois à venir si les mouvements de capitaux induits par les décisions prises auront l'effet attendu sur le taux de change de l'euro.

Graphique. Taux de change euro-dollar, journée du 10 mars 2016



Source : Boursorama.

[1] [Hubert, Paul \(2015\), "The Influence and Policy Signalling Role of FOMC Forecasts"](#), Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 77(5), 655-680.

[2] [Hubert, Paul, and Becky Maule \(2016\), "Policy and Macro Signals as Inputs to Inflation Expectation Formation"](#), Bank of England Staff Working Paper, No. 581.

[3] [Hubert, Paul \(2015\), "ECB Projections as a Tool for Understanding Policy Decisions"](#), Journal of Forecasting, 34(7), 574-587, ou encore [Hubert, Paul \(2016\), "Disentangling Qualitative and Quantitative Central Bank Influence"](#), OFCE Working Paper, No. 2014-23.

Faut-il aider les PME à embaucher ?

par [Sarah Guillou](#)

Dans un regain de mobilisation pour lutter contre le chômage, le gouvernement a annoncé, lundi 18 janvier 2016, de nouvelles mesures qui concernent l'apprentissage, la formation et les PME au sein d'un nouveau « plan emploi ». Concernant les PME – les entreprises de moins de 250 salariés –, il est prévu le versement de 2 000 euros pour l'embauche d'un salarié payé entre 1 et 1,3 SMIC recruté en CDI ou en CDD de plus de 6 mois. Cette aide sera accordée pour 2 ans et sera relayée en 2018 par la transformation du Crédit Impôt compétitivité emploi (CICE) – pour le moment un crédit d'impôt de 6% de la masse salariale inférieure à 2,5 SMIC – en baisse de charges. Il s'agit ainsi de réduire à zéro les cotisations restant à la charge de l'employeur à proximité du salaire minimum. Bien que réduites à la fois par l'allègement général dit « Fillon » et

par les dispositions du Pacte de responsabilité, les charges sociales patronales au niveau du SMIC s'élèvent à un peu moins de 200 euros mensuel (charges dues notamment au titre de l'assurance chômage, de la formation professionnelle, ...). Cette disposition devrait donc assurer l'application du « zéro charge » pour les PME.

Cependant, l'aide à l'embauche aux PME risque fort de ne pas être interprétée comme un dispositif qui modifie l'environnement futur du coût du travail et se trouvera donc peu en phase avec la nature des freins à l'embauche (incertitude sur le futur) que ces entreprises rencontrent. En effet, présenter le caractère pérenne de l'aide à l'embauche aux PME en argumentant sur la transformation du CICE en baisse des charges à l'horizon de 2018 est une pirouette politique. Ou alors cela laisse entendre que le CICE sera requalifié en termes de cibles de salaires et de taille d'entreprises comme le montrent les éléments suivants, ce qui serait également un autre élément d'incertitude.

Les PME ne sont pas des grandes !

Selon le [rapport de l'INSEE sur les entreprises en 2015](#), on recense 3,5 millions de PME (non financières et non agricoles) sur un total de 3,56 millions d'entreprises. Ce sont en grande majorité des microentreprises, c'est-à-dire des entreprises de moins de 10 salariés, voire sans salarié. On ne compte en effet que 138 000 PME non microentreprises, soit 4% des PME mais celles-ci emploient 28 % des salariés.

Plus généralement, les PME sont toutes les entreprises françaises qui ne sont pas des grandes, ce qui représente plus de 95% des entreprises. Le plan est donc très général, il n'exclut en fait que quelques grandes entreprises mais aussi toutes les microentreprises qui n'ont pas de salariés. Avant la loi de modernisation de l'économie (LME), on trouvait parmi ces PME des entreprises qui, de fait, appartenaient à un groupe et dont le périmètre d'activité et de pouvoir

économique et financier dépassait celui des PME indépendantes. A présent, la nouvelle définition retenue par l'INSEE exclut, en principe, une entreprise de la catégorie des PME, si elle appartient à un groupe.

En termes de nombre, la répartition des PME par secteur marchand (hors activités agricoles) est donnée dans le tableau 1. Les PME françaises de plus de 9 salariés se concentrent – en ordre décroissant – dans le commerce, la construction, le secteur hébergement et restauration, le secteur des activités scientifiques et techniques (dont les professions libérales) et le secteur manufacturier. La cible des PME est donc très large mais entraîne cependant un coût budgétaire moindre que si la mesure était généralisée à toutes les tailles d'entreprises.

Les aides aux PME

De nombreux dispositifs existent. Certains sont liés à l'âge des entreprises – comme celui des jeunes entreprises innovantes ou les exonérations de charges sociales associées aux premières années d'existence d'une entreprise – car naturellement les plus jeunes entreprises sont d'abord des PME. De nombreuses aides existent également au niveau local.

Ce soutien de l'Etat aux PME est compatible avec la réglementation européenne concernant les aides publiques puisqu'il s'agit d'un domaine qui bénéficie du régime d'exemption d'obligation déclarative des aides à la Commission européenne. Ce qui signifie que si les aides publiques aux entreprises sont, en régime général, prohibées par les traités européens, les aides aux PME bénéficient d'un régime d'exemption. Comparativement, la France est bien devant l'Allemagne en matière de soutien aux PME en pourcentage du total des aides publiques dites « horizontales » (non sectorielles). Les statistiques des aides publiques aux entreprises reportées par la Commission européenne montrent que, pour un montant total d'aides comparables entre la France

(9,726 milliards d'euros) et l'Allemagne (9,395 milliards d'euros) en 2013, les aides aux PME représentent 12% en France et 3% en Allemagne ([EU Scoreboard](#)). Si on retient les statistiques européennes comme une bonne mesure de l'échelle des aides aux entreprises, on conclura que plus d'un dixième des aides horizontales françaises concernent des dispositifs d'aides aux PME.

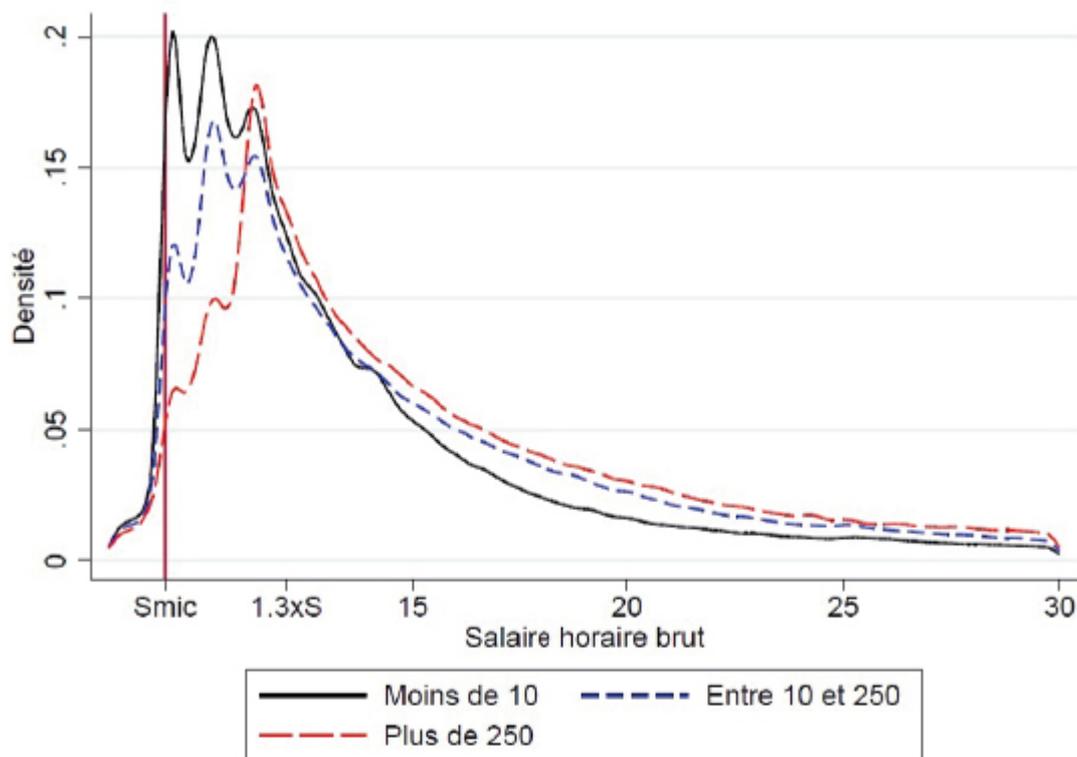
Quelles sont les caractéristiques salariales particulières des PME ?

Dans les microentreprises, 61% des salariés ont des salaires inférieurs ou égaux à 1,3 SMIC, c'est 48% dans les PME de plus de 9 salariés et 42% dans les grandes entreprises.

Comme le montre le graphe ci-dessous, qui présente la distribution des salaires pour chaque taille d'entreprise, plus la taille des entreprises est grande et plus la distribution des salaires s'écarte du salaire minimum. Les entreprises de plus de 250 salariés ont donc une proportion de salariés au SMIC bien plus faible. On observe également que le gros des salariés des entreprises de plus de 250 salariés se situe autour de 1,3 SMIC, ce qui montre que cette limite inférieure exclut de fait de nombreux salariés des entreprises de taille intermédiaire (entre 250 et 4 999 salariés) et des grandes entreprises.

Mais il ne faut pas en conclure que les inclure dans le dispositif n'aurait pas modifié fondamentalement la dépense budgétaire. Car sur le total des salariés dont les salaires sont inférieurs à 1,3 SMIC (ceux ciblés), 50% se trouvent dans les grandes entreprises. Cela tient à la distribution inégale du poids économique selon la taille des entreprises. Les grandes entreprises sont bien moins nombreuses mais elles rassemblent 56% des salariés tous niveaux de salaires confondus. De leur côté, les PME concentrent 50% des salariés ciblés dont 13% dans les microentreprises.

Graphique 1. Distribution des salaires par taille d'entreprise définie en nombre de salariés



Source : DADS employeurs-employés, 2012.

Par ailleurs, les données par secteur du tableau 1 montre que c'est effectivement là où se concentrent les PME que l'on trouve un fort pourcentage de salariés payés en-dessous de 1,3 SMIC (à l'exception des services scientifiques et techniques) et que le salaire horaire moyen est le plus faible. Sur l'ensemble de l'économie marchande, les salariés payés en dessous de 1,3 SMIC représentent 46% des salariés, dont environ 13% sont payés au SMIC.

Tableau 1. Données sectorielles sur l'emploi salarié et les salaires

	Part du total des PME > 9 sal.	Salaire horaire moyen*	Part de salariés payés <1,3 SMIC	Capture du CICE
Ind. extractives	0,1	17	30	0,1
Manufacturier	8	15	57	20
Electric.-gaz	0,1	22	37	0,3
Gestion eau-déchets	0,2	17	42	1
Construction	18	14	54	10
Commerce de détail	27	14	64	20
Transport	3	14	63	10
Hébergement, restaur.	12	12	85	6
Information et communic.	2	23	32	5
Activités fin. & ass.	4	26	26	4
Activités immobilières	4	17	46	2
Activités scientf. & tech.	8	20	33	7
Services admin. & soutien	3	15	65	11
Enseignement	1	17	47	0,5
Santé et action sociale	2	14	54	3
Arts spectacles	1	17	63	0,8
Autres services	7	10	89	1
Total	27	15	46	—

* Il s'agit de la moyenne par secteur des salaires horaires moyen des entreprises dans le secteur.

Note : Attention, ici on exclut les entreprises sans salarié, ce qui réduit fortement le nombre de microentreprises et qui augmente la représentation des PME de plus de 9 salariés. La capture du CICE s'est faite ici sur un périmètre sectoriel qui exclut l'administration et les activités agricoles.

Source : DADS employeurs-employés, 2012.

La répartition sectorielle de la capture du CICE montre que les secteurs qui en bénéficient le plus ne sont pas forcément ceux les plus à même d'utiliser (étant donné la structure antérieure de leur emploi) la prime à l'embauche. Cela tient au fait que le CICE concerne les salaires au-delà de 1,3 SMIC et jusqu'à 2,5 et concerne toutes les entreprises. Les deux « aides » vont de toute façon se cumuler pour une année jusqu'en 2018. Il est évident que les deux dispositifs ne sont ni complémentaires et ni substituables. Autrement dit, présenter le caractère pérenne de l'aide à l'embauche aux PME en argumentant sur la transformation du CICE en baisse des charges à l'horizon de 2018 est une pirouette politique. Ou bien cela laisse entendre que le CICE sera requalifié en termes de cible de salaires et de taille d'entreprises.

L'aide à l'embauche aux PME risque fort de ne pas être interprétée comme un dispositif qui dessine l'environnement futur du coût du travail et se trouve donc peu en phase avec

la nature des freins à l'embauche qu'elles rencontrent. Ces freins sont fortement associés à l'incertitude sur leurs carnets de commandes futurs. Alors que les entreprises réclament l'assouplissement des règles contractuelles afin de concilier cette incertitude et l'ajustement à leur besoin conjoncturel, une prime dont la pérennité n'est absolument pas assurée ne répond pas à cette demande. Une suppression complète des charges sociales qui pèsent encore sur le SMIC aurait été interprétée comme une mesure plus pérenne et satisfaisant à la gestion de l'incertitude qui paralyse la création d'emploi. Cette suppression, compensant les effets négatifs du SMIC sur l'emploi des moins qualifiés, aurait pu restaurer la compétitivité-coût au niveau des bas salaires vis-à-vis de l'Allemagne dont le salaire minimum a été mis en place depuis 2015.

Il y a une forte probabilité que cette obole ne soit en fait qu'une belle aubaine, autrement dit que le soutien à l'embauche ne soit saisi que par les entreprises sur le point d'embaucher.

PLF 2016 : la longue route vers les 3 %

par Raul Sampognaro

Le Projet de loi de Finances 2016 (PLF 2016) poursuit l'ajustement budgétaire entamé en 2010. Cet ajustement a permis notamment de réduire le déficit public de 3,3 points de PIB en l'espace de cinq ans, passant de 7,2 points de PIB en 2009 à 3,9 points en 2014, alors même que les conditions conjoncturelles ont pesé sur les finances publiques^[1]. La

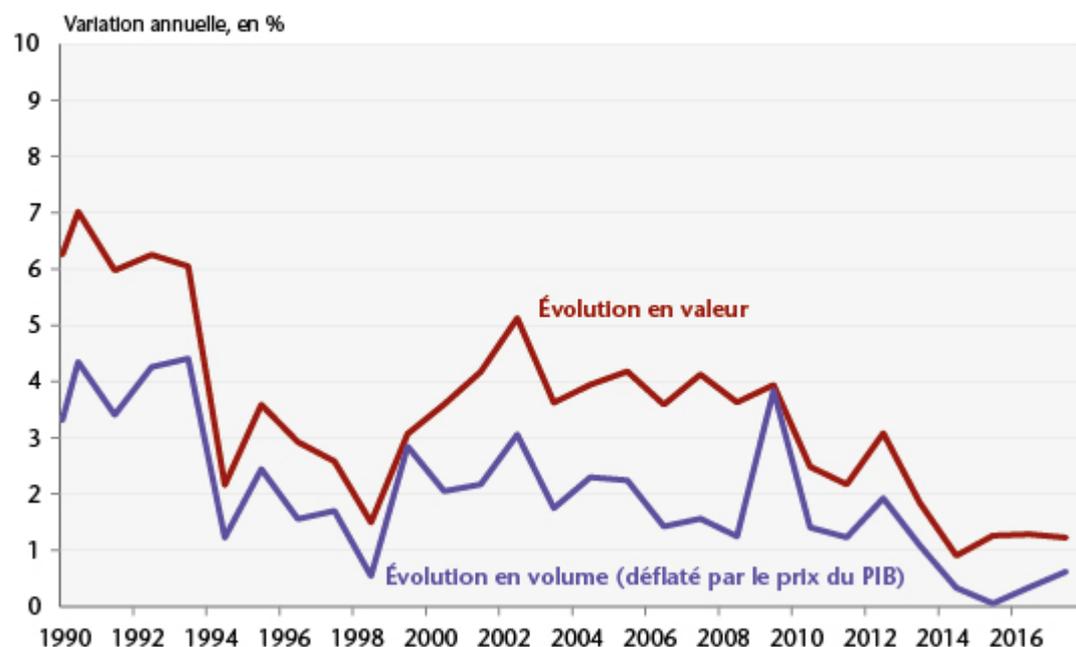
baisse du déficit devrait se poursuivre au cours de la période 2015-2017. [Notre dernière prévision](#) table sur un déficit à 3,7 % en 2015 puis à 3,2 % en 2016 et 2,7 % en 2017, année où le déficit passerait en-dessous de la « barre des 3 % ». Cette trajectoire est légèrement plus favorable à celle retenue par le gouvernement[\[2\]](#) dans le PLF 2016 en raison d'une reprise de l'activité que nous attendons un peu plus dynamique. Au final, il se sera écoulé dix ans entre le moment où la France a franchi le seuil des 3 % et le moment où elle serait revenue en-dessous.

Ce nouveau PLF 2016 s'inscrit dans la continuité de la stratégie budgétaire mise en œuvre depuis 2014 : l'effort structurel est réalisé essentiellement sur la dépense publique et cet effort permet la réduction des déficits et de la fiscalité des entreprises.

Depuis 2014 un effort conséquent est réalisé sur la dépense publique. Au cours l'année 2014, la dépense publique hors crédits d'impôts[\[3\]](#) a connu sa progression la plus faible depuis 1959[\[4\]](#) (graphique 1), c'est-à-dire l'année du début des comptes des administrations publiques publiés par l'Insee. Cette stratégie a été renforcée lors du vote de la Loi de programmation des finances publiques (LPFP) de 2015, qui prévoyait la mise en œuvre d'un plan de 50 milliards d'euros d'économies de dépenses publiques au cours de la période 2015-2017. Le PLF 2016 concrétise cet effort : l'Etat et ses opérateurs réaliseront une économie de 5,1 milliards, les concours financiers de l'Etat envers les collectivités territoriales seraient réduits de 3,5 milliards d'euros et le système de protection sociale devrait contribuer à hauteur de 7,4 milliards d'euros, soit un total d'économies pour l'année 2016 qui s'élève à 16 milliards d'euros. Hors crédits d'impôts, en valeur, la dépense publique devrait augmenter de +1,3 % en 2015, en 2016 et en 2017 (entre 2000 et 2007, elle a augmenté de 4,0 % par an en moyenne). L'effort, mesuré en volume, est encore plus marqué : après la quasi stabilisation

attendue pour 2015 (+0,1 %), la dépense publique devrait accélérer progressivement à partir de 2016 (+0,3 % puis +0,6 % en 2017), des rythmes de progression qui restent historiquement faibles. [Cette progression de la dépense publique, bien inférieure à la croissance potentielle française marquerait un vrai effort de baisse à long terme du ratio des dépenses publiques sur le PIB.](#)

Graphique. Évolution des dépenses publiques hors crédits d'impôts restituables



Source : Insee, prévision OFCE.

En ce qui concerne la fiscalité, les nouvelles mesures mises en œuvre devraient faire reculer les prélèvements obligatoires (PO) de 0,1 point de PIB (soit une baisse de -2,4 milliards d'euros ou de -4,4 milliards si l'effet de la suppression de la prime pour l'emploi est neutralisé[5]). [La baisse globale des PO de 2016 resterait proche de celle de 2015 et serait ciblée sur les entreprises](#), qui bénéficieront toujours de la montée en charge du CICE, du plan investissement et du plan TPE/PME, et des nouvelles mesures du Pacte de responsabilité[6] (tableau 1). En revanche, les nouvelles mesures pesant sur les ménages feraient augmenter leurs prélèvements de 2,1 milliards d'euros[7], en dépit de la baisse de l'IRPP inscrite dans le PLF 2016 car elle serait compensée par des mesures préalablement votées. Enfin, les

mesures discrétionnaires connues pour 2017, qui incluent notamment la montée en charge du CICE et les dernières mesures du Pacte de responsabilité, restent ciblées sur les entreprises.

Tableau 1. Mesures en faveur des entreprises dans le cadre du Pacte de responsabilité et du CICE

En milliards d'euros

	2014	2015	2016	2017
Allègements induits par le CICE	-10,0	-17,5	-18,5	-19,5
Mesures du Pacte en faveur des entreprises		-6,5	-13,5	-20
Allègements de cotisations sociales		-5,5	-9,0	-10
Suppression progressive de la C3S		-1,0	-2,0	-5,5
Fin de la contribution exceptionnelle puis baisse du taux d'IS			-2,5	-4,5
Plans investissement et TPE/PME		-0,5	-1,0	-1,0
Total des mesures en faveur des entreprises	-10	-24	-33	-41

Source : PLF 2016.

La stratégie budgétaire décrite ci-dessus cherchant à réduire simultanément les déficits publics structurels et la fiscalité des entreprises, financée par la maîtrise de la dépense publique et la hausse des prélèvements sur les ménages pèsera sur la croissance. L'ajustement structurel est estimé, selon nos calculs, à 0,5 point de PIB pour l'année 2015 et à 0,3 point pour les années 2016 et 2017. Cet ajustement pénalise d'autant plus la croissance que les politiques d'offre n'auront un impact positif qu'à moyen et à long terme. Leur effet sera modeste à court terme, alors que la baisse des dépenses publiques et la hausse des prélèvements sur les ménages ont un impact plus rapide sur le PIB et plutôt élevé à court terme, notamment dans un contexte où l'activité reste morose [8]. Ainsi, au total, la politique budgétaire amputerait la croissance du PIB de 0,4 point en 2016 et en 2017 (tableau 2).

Tableau 2. Politique budgétaire et fiscale pour 2016 et impact sur le PIB

	2016		
	En pts de PIB	Multiplificateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont	-0,15		0,03
Mesures discrétionnaires (a1) dont	-0,13		0,02
CICE*	-0,02	1,1	0,02
Pacte de responsabilité et de solidarité dont	-0,36	0,4	0,16
Baisse des cotisations patronales comprises entre 1,6 et 3,5 SMIC	-0,21	0,5	0,10
Baisse C3S	-0,05	0,4	0,02
Baisse surtaxe IS	-0,11	0,3	0,04
Baisse IRPP sur les ménages modestes	-0,09	1,0	0,09
Plans investissement et TPE/PME	-0,02	1,1	0,02
Taxation écologique et hausse de la CSPE	0,11	1,0	-0,11
Fusion PPE et RSA*	0,09	1,0	-0,09
Autres	0,16	0,6	-0,09
Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	0,00	0,6	0,0
Impact des contentieux (a3)	-0,02	0,6	0,0
Dépenses publiques primaires hors CICE (b)	-0,5	1,0	-0,4
TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)	-0,32		-0,4

Source : PLF 2016, calculs et prévisions OFCE.

Notre prévision a été finalisée fin-septembre avant les attentats du 13 novembre et du discours de F. Hollande devant le Parlement réuni en Congrès, où il a prononcé « le pacte de sécurité l'emporte sur le pacte de stabilité ». Sur la base de notre prévision et des annonces réalisées depuis le 13 novembre, il apparaît *a priori* que les cibles de déficit nominal seraient toujours conformes aux engagements européens de la France. En outre, les nouvelles dépenses liées à la réponse faite aux attentats de novembre seraient exclues du calcul de déficit dans le cadre de la procédure de déficit excessif. Pour rappel, les augmentations de dépenses liées à des événements extraordinaires, non contrôlés par le gouvernement, rentrent dans le cadre des flexibilités existantes dans l'application des règles du Pacte de stabilité et de croissance. Dans ce contexte, la France devrait sortir de la procédure de déficit excessif à l'horizon 2017, conformément à la recommandation du Conseil du 10 mars 2015.

[1] La réduction du déficit structurel est en fait plus marquée, de 4,3 points de PIB.

[2] Selon le gouvernement ; le déficit public baisserait de 0,1 point de PIB en 2015 (3,8 % du PIB), de 0,5 point en 2016 (3,3 %) et de 0,6 point en 2017.

[3] Les crédits d'impôts restituables – essentiellement le CICE et le CIR – sont comptabilisés en dépenses publiques par la base 2010 des comptes nationaux. Afin, de rester plus proches des concepts économiques, les dépenses publiques seront analysées hors crédits d'impôts ; ces derniers seront analysés comme une composante de la fiscalité.

[4] Elle a augmenté de 0,9 % en valeur et de seulement 0,3 % en volume (déflaté par les prix du PIB).

[5] La fusion de la PPE et du RSA se traduit par une hausse de l'IR de 2 milliards (hausse des P0), compensée à l'identique par une hausse de la prime d'activité qui, elle, est comptabilisée en dépenses. Cette mesure est donc neutre sur le revenu des ménages.

[6] Avec notamment l'extension de la baisse des cotisations sociales employeurs, la poursuite de la baisse de la C3S et l'élimination de la contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés.

[7] Ce chiffre neutralise l'impact de la fusion de la PPE et du RSA.

[8] Voir Creel, Heyer et Plane (2011), « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier 2011.

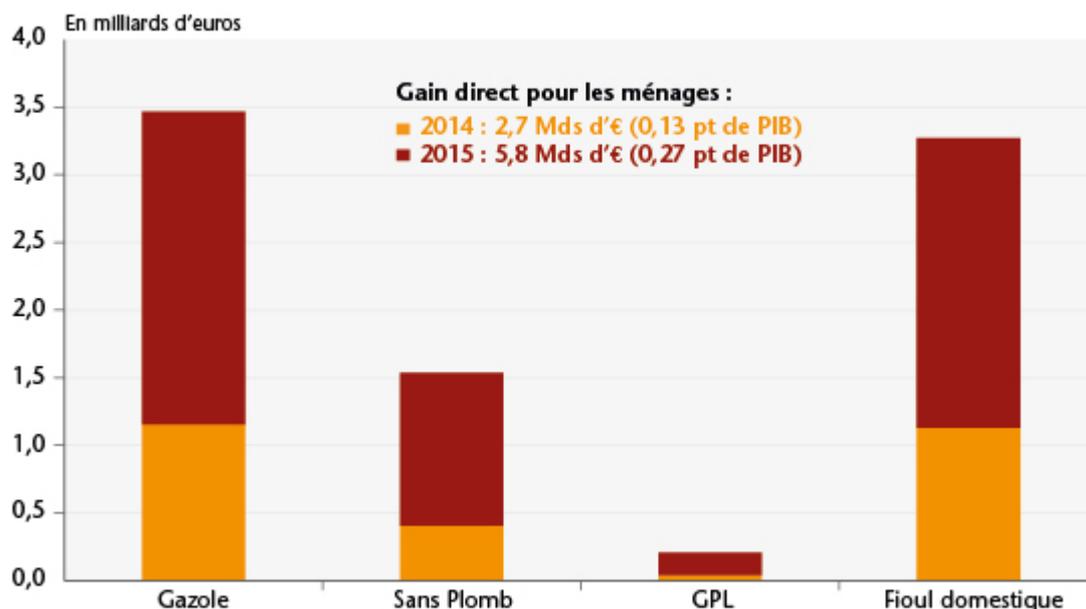
Où est passée la manne pétrolière ?

par [Mathieu Plane](#)

La baisse spectaculaire des prix du pétrole depuis la mi-2014, passant d'un baril de *brent* à 112 dollars en juin 2014 (soit 82 euros) à 55 dollars (49 euros) en moyenne depuis le début de l'année 2015, a conduit à redéployer une partie de la manne pétrolière des pays producteurs de pétrole vers les pays consommateurs. [Si cette réduction de 50 % des prix du pétrole en dollars \(40 % en euros\) améliore mécaniquement notre balance courante, en allégeant notre facture énergétique d'environ 20 milliards d'euros par an](#), il est instructif d'évaluer les gains pour les ménages et les entreprises issus de cette manne pétrolière.

Pour les ménages, il y a deux sources directes d'économies : la première est liée à la baisse des prix à la pompe, dont la partie non taxée diminue avec la baisse des prix du pétrole, aux marges des raffineurs près. La seconde est liée à la baisse des prix hors taxes du fioul domestique. Selon les données fournies par le ministère de l'Ecologie, du développement durable et de l'énergie sur les prix à la pompe et le fioul domestique, nous avons évalué que la baisse des prix du pétrole engendrerait un gain direct de pouvoir d'achat pour les ménages de 2,7 milliards en 2014 et 5,8 milliards en 2015^[1] (graphique 1), soit 8,5 milliards sur deux ans, ce qui représente 0,6 % du revenu disponible brut annuel des ménages (0,4 point de PIB).

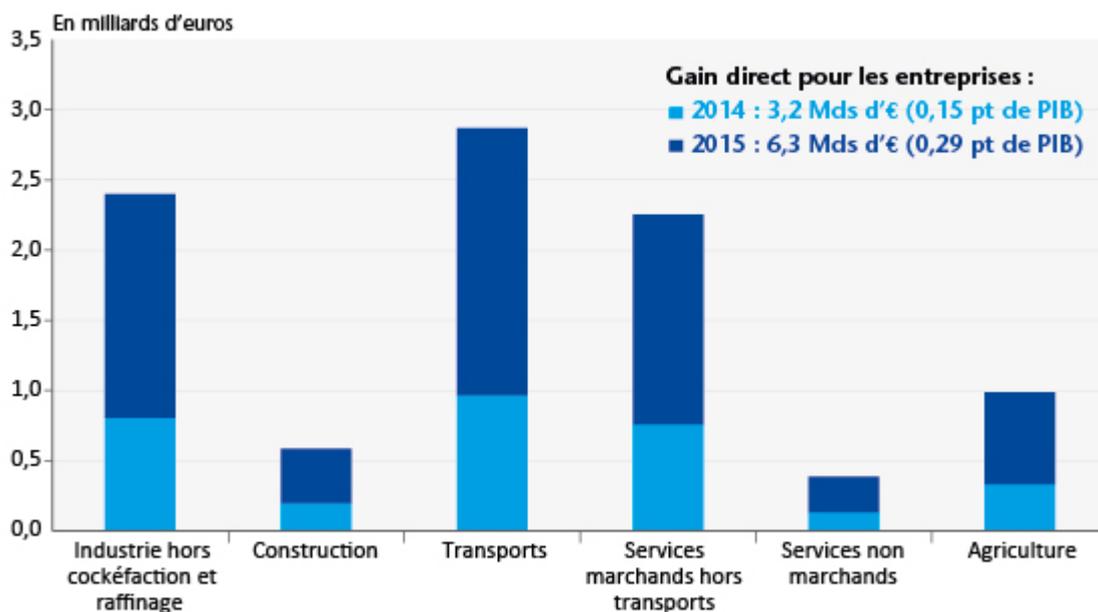
Graphique 1. Gain direct pour les ménages de la baisse des prix du pétrole



Sources : Ministère de l'Écologie, du développement durable et de l'énergie, calculs OFCE.

Pour les entreprises, la baisse des prix du pétrole conduit à diminuer leur coût d'approvisionnement en énergie. Plus l'intensité en pétrole dans la production est élevée, plus cela représente une économie substantielle pour le secteur concerné. Selon nos calculs, à partir du tableau des entrées intermédiaires par branche, nous avons évalué le gain direct pour les entreprises : la baisse des prix du pétrole conduirait à réduire le coût de production des entreprises de 3,2 milliards d'euros en 2014 et 6,3 milliards en 2015 (graphique 2), soit 9,5 milliards en deux ans, ce qui représente 0,45 point de PIB. Les secteurs qui bénéficient le plus de la baisse des prix du pétrole sont logiquement le transport, l'industrie et l'agriculture qui récupèrent deux tiers des gains liés à la baisse des prix du pétrole alors qu'ils ne représentent que 20 % de la valeur ajoutée totale.

Graphique 2. Gain direct pour les entreprises de la baisse des prix du pétrole



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Face à cette baisse des coûts, les entreprises ont la possibilité soit de redresser leur marge en ne répercutant pas la baisse des prix du pétrole dans leur prix de vente, ce que laisse suggérer l'évolution récente des taux de marge et les différences de dynamique entre les prix de valeur ajoutée et ceux de consommation, soit de réduire leur prix au prorata des économies générées par la baisse des prix du pétrole. Cette deuxième option conduirait à redéployer le gain final des entreprises vers les ménages, augmentant ainsi leur pouvoir d'achat *via* la baisse des prix à la consommation. Mais aussi, par un effet de second tour, cela réduirait le coût de production des entreprises utilisant des consommations intermédiaires de branche dont la production est intense en pétrole, comme le transport.

En fonction de l'utilisation de cette manne pétrolière par les entreprises, les effets sur l'économie seront différents. Dans le cas du redressement des marges, les effets d'offre l'emporteront avec un impact faible à court terme sur la croissance mais élevé à moyen-long terme par le biais de l'augmentation de l'investissement. Dans le cas inverse, les effets de demande domineront avec un impact sur la croissance élevé à court terme en raison de la forte augmentation de la

consommation des ménages, mais avec des effets potentiellement plus faibles à long terme.

[1] Les simulations pour 2015 supposent un prix du baril maintenu à 50 dollars jusqu'à la fin de l'année.

La simplification au péril de l'égalité

par [Françoise Milewski](#) et [Hélène Périvier](#)

Légiférer pour porter l'égalité

Les lois sur l'égalité salariale et professionnelle ont connu un long cheminement depuis 1972, de l'affirmation du principe d'égalité à la production d'un diagnostic chiffré permettant de donner corps aux inégalités (via le rapport de situation comparée, élaboré dès 1983 dans la loi Roudy) et à l'obligation de négocier. La loi de 2006 a ouvert la voie aux sanctions financières contre les entreprises récalcitrantes, concrétisées par un article de la loi sur les retraites de 2009. Les tentatives d'amoindrir la portée de la loi furent nombreuses jusqu'en 2012 où les choses ont été peu ou prou clarifiées : les entreprises sont désormais contraintes de réaliser un rapport de situation comparée (RSC) qui rend compte annuellement de l'état des inégalités dans des domaines bien définis ; elles doivent entamer une négociation sur l'égalité professionnelle et salariale et, faute d'accord,

elles sont tenues de faire un plan d'action unilatéral. Le contrôle est exhaustif, par le dépôt auprès de l'administration des accords ou des plans (et non plus aléatoire comme dans les premières formulations du décret d'application). Les entreprises qui ne seraient pas en conformité avec la loi sont mises en demeure de s'y conformer sous peine de sanctions financières pouvant aller jusqu'à 1 % de la masse salariale.

L'obligation de négocier active la prise en charge collective de cette question. Depuis 2012, le nombre d'accords signés s'est accru, tout comme les mises en demeure et les sanctions. Certes, le contenu des accords ou des plans est souvent encore trop général, mais c'est un début. La loi-cadre du 4 août 2014 sur l'égalité a complété et renforcé le dispositif.

La simplification : naïveté ou renoncement ?

A l'occasion du projet de loi sur le dialogue social (projet de loi Rebsamen), ce long processus législatif est brusquement remis en cause sous prétexte de simplification. Dans la version initiale du projet de loi, l'obligation de produire le diagnostic chiffré (le RSC) disparaît, en étant fondu dans la base de données unique de l'entreprise. L'obligation de négocier en matière d'égalité professionnelle disparaît également, intégrée à d'autres négociations (qualité de vie au travail).

Devant l'ampleur des réactions (associations, personnalités, syndicats, chercheur-e-s...), les trois ministères concernés ont publié un communiqué qui réaffirme quelques principes, dont le fait que « la transmission de toutes les informations qui existent aujourd'hui dans le RSC demeurera obligatoire ». Des amendements seront déposés en ce sens. Mais rien n'est réglé. Les indicateurs sexués demeurent intégrés à la base de données unique et le RSC perd ainsi sa spécificité. La négociation dédiée sur l'égalité n'est pas rétablie et sa périodicité reste incertaine (annuelle ? triennale ?). Le flou demeure.

Quels que soient les résultats du débat parlementaire qui s'ouvre sur le dialogue social, le signal a été donné aux entreprises que la politique d'égalité peut être mise en cause, que les obligations antérieures ne sont finalement pas si impératives et que les efforts entrepris depuis plusieurs années peuvent être relativisés au nom de la simplification.

Si, en laissant le choix aux partenaires sociaux de négocier sur l'égalité professionnelle, cette question avait émergé d'elle-même et conduit à des progrès importants, aucune loi sur le sujet n'aurait été nécessaire. C'est pour répondre à l'inertie et à la persistance des inégalités que des contraintes ont été imposées aux entreprises. C'est parce que notre société doit faire de l'égalité femmes-hommes un principe fondamental que des lois, assorties de contraintes, ont été votées. La complexité du dialogue social sur ce thème tient à la résistance des acteurs. La simplification est donc au mieux une naïveté, au pire un renoncement à produire des politiques publiques porteuses d'égalité.

Dans le domaine de l'égalité, la vigilance est de mise. Supprimer les contraintes, c'est revenir sur le principe d'égalité. Vouloir l'égalité suppose une volonté politique claire et permanente : la continuité et la cohérence des politiques publiques sont en effet essentielles.

C'est le sens de la [tribune](#) que des chercheur-e-s ont publiée sur le site des *Echos* le 19 mai dernier.

« **Retrouver** **l'esprit**

industriel du capitalisme » : de la recherche d'actionnaires patients à celle d'une gouvernance partagée

par [Jean-Luc Gaffard](#) et Maurizio Iacopetta

Le gouvernement, fort de la loi visant à reconquérir l'économie réelle, dite [loi Florange](#), qui institue la possibilité de votes doubles pour les actionnaires patients (conservant leurs actions au moins deux ans), vient de prendre deux décisions significatives en augmentant temporairement sa participation au capital de Renault et d'Air France afin d'éviter qu'en assemblée générale cette possibilité de votes doubles soit rejetée par la majorité qualifiée retenue dans la loi. L'objectif affiché par le Ministre de l'Economie dans une tribune du journal [Le Monde](#) est d'aider à « retrouver l'esprit industriel du capitalisme » en privilégiant les engagements à long terme de manière à promouvoir des investissements porteurs d'une croissance solide.

Cette initiative conduit à reprendre la discussion sur les conditions de gouvernance des sociétés par actions ('corporations') (Pollin, 2004, 2006), à examiner les dérives dont elle a pu être l'objet et les remèdes qui ont pu et pourraient dans l'avenir y être apportés, impliquant de savoir ce que peut en attendre le gouvernement.

Les sociétés par actions sont indéniablement au cœur du processus d'investissement, en raison de leur capacité à drainer une épargne abondante et de leur pouvoir de choisir dans quelle direction orienter cette épargne. Elles obéissent

à des modes de gouvernance variés, répondant à différents contextes institutionnels, auxquels sont associées des différences significatives de productivité et de croissance (Bloom et Van Reenen, 2010 ; De Nicolo', Laeven, et Ueda, 2008 ; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 2000). Aussi la question se pose-t-elle de l'adoption du mode de gouvernance le mieux à même de favoriser l'activité entrepreneuriale et l'innovation, bref de soutenir *in fine* la croissance ([OECD 2012](#)).

Il est manifeste, en effet, que les grandes entreprises ne souffrent pas d'un manque de financement à long terme. Le développement des marchés d'actions et d'obligations depuis les années 1980 leur a permis de réduire leur dépendance au financement bancaire et à la cyclicité de l'accès à ce financement. De sorte que les problèmes d'investissement reflètent surtout de larges défaillances dans la gouvernance des entreprises, grandes, moyennes ou petites, comme d'ailleurs dans celle des institutions financières ([Giovannini et alii, 2015](#))

Classiquement, l'accent est mis sur les voies et moyens de contrôle des choix des managers par les actionnaires, autrement dit sur les conditions dans lesquelles les détenteurs de capitaux obtiennent le retour sur investissement que justifie leur position particulière de créancier résiduel (Shleifer et Vishny, 1997). Mais c'est oublier que d'autres acteurs de l'entreprise (créanciers, salariés, fournisseurs, voire clients) supportent des risques et que la performance à long terme de cette entreprise dépend des conditions dans lesquelles l'engagement des actionnaires commande celui des autres parties prenantes ('stakeholders') (Mayer, 2013). Il n'est pas certain, à cet égard, que la répartition des droits de vote entre différentes classes d'actions soit déterminante.

Contrôle et engagement

La question centrale concerne la façon dont la nature de la

propriété du capital affecte les choix managériaux. Ainsi, les buts et valeurs des entreprises familiales reflètent-ils les intérêts et les humeurs de la famille propriétaire qui peuvent devenir contraires à l'efficacité productive, notamment quand se développe un capitalisme d'héritiers, quand ce ne sont plus les fondateurs qui sont à la direction des entreprises mais leurs héritiers ou plus subrepticement une caste qui s'auto-reproduit (Philippon 2007). S'il existe une relation positive entre la richesse des millionnaires self-made-men rapportée au PIB et à la croissance, la relation devient négative quand ce qui est rapporté au PIB est la richesse des héritiers millionnaires (Morck, Stangeland et Yeung 2000). Face à cette dérive possible, l'existence d'un actionnariat dispersé apparaît comme étant bénéfique en permettant que se substitue à des intérêts particuliers ce qui peut s'apparenter à un intérêt collectif.

Cette vision de la société par actions se heurte, toutefois, à l'objection formulée par Berle et Means (1932) qui voient dans la séparation entre la propriété et le contrôle une source d'inefficacité. Celle-ci crée des problèmes d'agence signifiant que les managers sont susceptibles d'agir dans leur intérêt propre plutôt que dans celui des actionnaires, comme peuvent le faire des familles ou les castes propriétaires. *De facto*, le Q de Tobin (le rapport de la valeur de marché au coût de remplacement du capital) augmente, puis diminue avant d'augmenter de nouveau à mesure que la puissance des managers s'accroît (Morck *et alii*, 1988). Il devient possible que les actionnaires soient moins incités à souscrire de nouvelles actions ou à conserver celles qu'ils détiennent avec pour conséquence une baisse du prix de ces actions et un moindre accès des entreprises au financement externe. Les dispositions qui permettent de protéger les grands groupes peuvent avoir pour conséquence d'entraver l'entrée de nouvelles entreprises et d'introduire de graves distorsions dans les décisions d'investissement des entreprises installées (Iacopetta, Minetti et Peretto, 2015).

La résolution de ces problèmes exige de créer les dispositifs institutionnels pour que les actionnaires puissent devenir actifs dans le management des entreprises.

Ces dispositifs ont consisté à améliorer la qualité des audits, de la gestion des risques et de la communication entre la société et ses actionnaires. Elles ont conduit à davantage de transparence dans la politique de rémunération des dirigeants et à lier cette rémunération aux performances. Ce faisant, elles ont permis le développement de marchés pour le contrôle des sociétés (*'markets for corporate control'*) et celui de l'activisme des actionnaires, en fait d'une catégorie particulière d'actionnaires que sont les fonds de placement parmi lesquels les fonds de pension, dont les modes de gestion (la délégation des décisions d'investissement à des gestionnaires de fonds) privilégient les performances immédiates de leurs portefeuilles.

A la lumière de la crise financière, ces dispositifs semblent pour le moins questionnables (Giovannini *et alii*, 2015). Les institutions financières pourtant assujetties aux 'meilleures' règles de gouvernance, celles qui assurent le pouvoir de contrôle des actionnaires, ont été un lieu de conflit entre des actionnaires qui ont tiré parti des bonnes performances et les créanciers (puis les contribuables) qui ont dû assumer les pertes. Ce qui est avéré pour les institutions financières l'est également pour les entreprises industrielles qui sont devenues un lieu de conflit entre les actionnaires et les autres parties prenantes (créanciers, salariés, fournisseurs ou clients).

Le vrai problème est que les dispositifs censés résoudre les problèmes d'agence ont, certes, permis de renforcer le contrôle exercé par les actionnaires sur le management des entreprises, mais ont aussi fait reculer le degré d'engagement de ces mêmes actionnaires (Mayer, 2013).

Nonobstant leurs intérêts particuliers, les familles

propriétaires peuvent garantir une stabilité et une durée d'engagement vis-à-vis des autres parties prenantes que ne garantissent pas des actionnaires dispersés. Il en est de même des managers bénéficiant d'une délégation d'autorité et ayant acquis suffisamment d'indépendance vis-à-vis des actionnaires pour être ouverts, certes à leur intérêt propre mais aussi aux intérêts des salariés (et des sous-traitants). Après tout, la constitution d'empires industriels est loin d'être une mauvaise chose dès lors qu'ils sont économiquement viables et ne contreviennent pas aux règles de la concurrence. Or cet avantage prêté aux managers est contrarié par le développement des marchés pour le contrôle des sociétés et par celui de l'activisme des actionnaires dont la conséquence est de juger de l'efficacité du management à l'aune des performances courantes. Il y a bel et bien un arbitrage à effectuer entre les exigences de contrôle et d'engagement. Le problème n'est peut-être pas tant d'aligner l'intérêt des managers avec ceux des actionnaires que de rendre les actionnaires responsables de ce qu'il advient à long terme des entreprises dans lesquelles ils investissent.

La mesure de l'engagement

Le degré d'engagement des financiers, prêteurs ou actionnaires, est décisif dans la mesure où il détermine celui des autres parties prenantes dans l'entreprise. Il est reflété dans l'attitude choisie en réponse aux fluctuations de performance et plus exactement dans le degré de tolérance à de mauvais résultats de l'entreprise. Une faible tolérance est le signe d'un faible degré d'engagement et c'est généralement la marque des prises de contrôle hostiles comme de l'activisme des fonds de pension.

Encore faut-il s'entendre sur la signification de mauvais résultats. Ils peuvent être la conséquence d'un mauvais management auquel cas le pouvoir des investisseurs de fournir des moyens de financement conditionnellement à la capacité du management de faire les changements qu'ils exigent n'est pas

nécessairement le signal d'un moindre degré d'engagement. Il peut même prévenir les crises financières qui procéderaient de sérieux problèmes d'agence. Du moins si la régularité des performances constitue la norme. Or ce n'est précisément pas le cas quand les activités industrielles concernées ont une dimension cyclique. Les entreprises peuvent y pallier en compensant les résultats de plusieurs activités entre elles pourvu que leurs cycles soient différents. Or l'attitude des fonds de placement consiste à privilégier la diversification de leur portefeuille sur la valorisation de la diversification de leurs activités par les entreprises elles-mêmes, incitant ces dernières à se recentrer sur ce qui est parfois qualifié de leur cœur de métier. Les démantèlements qui s'ensuivent ont été l'un des facteurs de désindustrialisation en France dont témoignent, notamment, les cas d'Alstom, Alcatel ou encore Thomson (Beffa, 2012).

La régularité des performances ne prévaut pas davantage quand les entreprises font le choix d'innover en introduisant de nouveaux produits ou nouvelles techniques de production et en explorant de nouveaux marchés. Dans cette dernière hypothèse, il arrive qu'un surcroît de coûts précède l'augmentation des recettes, en d'autres termes qu'il existe des coûts irrévocables, c'est-à-dire dont la récupération est subordonnée à la réussite du choix d'innover ('*sunk costs*'). Toute forme de gouvernance, qui aurait pour effet de privilégier les résultats immédiats et d'éliminer toute tolérance vis-à-vis de performances temporairement faibles ne peut alors que pénaliser l'innovation en pénalisant des investissements longs. Or c'est bien ce à quoi conduisent la possibilité de prises de contrôle hostiles et l'activisme des fonds de placement.

Les prescriptions institutionnelles

Le débat se trouve ainsi ouvert sur les tenants et aboutissants du conflit entre différentes catégories d'actionnaires établies en rapport avec le volume de titres

détenu et la durée de cette détention (Bolton et Samama, 2012). De nombreuses entreprises ont adopté des mécanismes qui rémunèrent financièrement la loyauté des actionnaires ou qui leur accordent des droits de vote supplémentaires en récompense de cette loyauté. Des Etats (France, Italie notamment) ont légiféré dans ce sens. Il reste difficile d'en apprécier les conséquences. Théoriquement, le principe 'une action – un vote' ne l'emporte pas sur l'existence de plusieurs classes d'action impliquant des droits de vote différents. Il réduit, certes, les problèmes d'agence impliquant les détenteurs de blocs d'action, mais il réduit aussi les effets bénéfiques de la stabilité que ces blocs procurent (Burkart et Lee, 2008). Les études empiriques aboutissent, d'ailleurs, à des conclusions opposées les unes aux autres, ne faisant que signaler la complexité du problème (Adams et Ferreira, 2008).

Reste, cependant, que de nombreuses études empiriques confirment que les entreprises qui bénéficient d'une structure de propriété pérenne et obéissent à des indicateurs de performance qui ne se réfèrent pas uniquement au capital financier, ont de meilleurs résultats à long terme (Clark et alii, 2014). L'existence de blocs d'actionnaires stables ou de restrictions sur les droits de vote pourrait être des mécanismes susceptibles de garantir cette pérennité et de renforcer le degré d'engagement des apporteurs de capitaux justifiant que les autres parties prenantes – salariés, fournisseurs et clients – s'engagent à leur tour.

La difficulté avec les mécanismes de restriction des droits de vote est qu'ils ne permettent pas aux actionnaires d'indiquer la longueur de temps pendant laquelle ils veulent garder leurs actions et de signaler leur degré d'engagement (Mayer 2013). De fait, ceux qui entendent ne conserver leurs actions que peu de temps (éventuellement des millisecondes en cas d'échanges de haute fréquence) ont la même influence sur les décisions des managers que ceux qui entendent garder leurs actions

pendant plusieurs années. Les premiers supportent les conséquences de leurs votes très peu de temps contrairement aux seconds, mais les uns et les autres ont la même influence sur décisions courantes qui peuvent affecter la performance de l'entreprise pour longtemps. Au fond, la mise en place de différentes classes d'actions ne se substitue pas forcément à la constitution d'un bloc stable d'actionnaires permettant de faire face à des prises de contrôle hostiles motivées par la recherche de plus-values à court terme.

Les choses peuvent être différentes quand la loyauté passée est récompensée financièrement par une augmentation des dividendes versés car, dans ce cas, la vente des actions fait perdre l'avantage financier acquis. Une incitation existe donc à conserver plus longtemps encore ces actions. Il reste que le versement de dividendes n'est jamais équivalent à la rétention de profits. Les fonds issus de nouvelles émissions sont sous le contrôle des actionnaires, alors que les profits non distribués restent sous le contrôle des managers. Plus les dividendes sont élevés et plus les entreprises sont dépendantes de leur capacité à recourir au marché d'actions.

La question reste posée d'une trop grande dépendance vis-à-vis de l'éventuelle impatience des actionnaires les conduisant à peser en faveur d'investissements courts.

Dès lors un mécanisme pertinent possible pourrait être de fixer des droits de vote non pas en fonction de la durée passée de détention des actions, mais en fonction de la durée future à laquelle les actionnaires se sont engagés (Mayer, 2013). Suivant cette proposition, les actionnaires devraient pouvoir enregistrer la période pour laquelle ils entendent conserver leurs actions et être rémunérés sous la forme de votes fixés en rapport avec la longueur du temps restant à courir avant qu'ils ne soient en mesure de disposer de leurs actions. Ici « la loyauté et le double droit de vote des actions rémunèrent les actionnaires pour la période passée de leur détention et, par suite, échouent à les rendre davantage

responsables des conséquences futures de leurs choix. Vraiment, dans la mesure où les actionnaires qui ont gardé longtemps leurs actions sont plus à même de les vendre, ils rémunèrent potentiellement une absence d'engagement » (Mayer, 2013, pp. 208-9). Convenons, toutefois, que cet arrangement institutionnel est difficile à mettre en œuvre concrètement, ne serait-ce qu'en termes de crédibilité et qu'il reste préférable d'explorer d'autres formes de gouvernance faisant place aux autres parties prenantes dans les processus de décision.

Sur les attentes du gouvernement

Au regard de l'analyse qui vient d'être développée, la question se pose de ce que le gouvernement peut attendre de sa décision d'imposer des droits de vote double. La réponse est que ce pourrait être principalement de diminuer, fut-ce de manière limitée, la dette publique sans perte d'influence dans les entreprises dont il détient des actions. L'intention de renouer avec un capitalisme industriel grâce à cette mesure, pour louable qu'elle soit, resterait sans véritable portée. D'autant que rien ne permet de penser que l'Etat se comporterait, dans le futur, différemment de n'importe quel autre actionnaire en dépit d'un droit de vote double, pouvant imposer ou contribuer à imposer des décisions managériales qui ne sont pas nécessairement dans l'intérêt à long terme des entreprises concernées et de leurs autres parties prenantes.

Aussi sans vouloir négliger ce que peut apporter l'existence de plusieurs classes d'action dans la détermination des choix stratégiques des entreprises notamment en introduisant possiblement une protection contre les OPA hostiles, il apparaît plus fondamental de réviser le modèle d'entreprise dans son ensemble.

Le degré d'engagement des apporteurs de capitaux commande celui des autres parties prenantes. Un financement intermédié est la première source de moyens financiers pour des

propriétaires qui souhaitent garder le contrôle de leur entreprise. Il permet aux entreprises d'innover et de croître sans devoir recourir à une dispersion de la propriété. Encore est-il nécessaire que ce financement existe, autrement dit que les banques s'engagent pour une durée longue avec ces entreprises. Or elles sont elles-mêmes particulièrement affectées par des problèmes de gouvernance entraînant un conflit entre les deux principaux investisseurs que sont les actionnaires et les créanciers (Giovannini *et alii*, 2015). Si avancées institutionnelles il doit y avoir, elles devraient donc concerner le système financier et reposer sur un retour de l'intermédiation (Pollin 2006). Si intervention il doit y avoir sur les conditions de gouvernance des entreprises elles-mêmes, elles devraient s'inspirer des propositions de Mayer (2013) : peut-être, sous réserve de faisabilité, celle d'instituer des droits de vote au prorata du temps de détention futur, mais surtout celle d'instituer des conseils d'administration ('boards of trustees') qui fixent de grandes orientations en étant les gardiens de valeurs communes aux différentes parties prenantes (actionnaires, créanciers, salariés, voire fournisseurs ou clients) au lieu d'être seulement les représentants des actionnaires. Ces valeurs communes ne font rien d'autre que traduire la reconnaissance des complémentarités stratégiques, existant entre tous ces acteurs, qui sont à l'origine de la création de valeur.

Références

Adams, R. and and D. Ferreira (2008), "One Share-One Vote: The Empirical Evidence",

Review of Finance 12, 51-91.

Beffa J-L (2012): *La France doit choisir*, Paris: Le Seuil.

Berle A. and G.C. Means (1932) : *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Harcourt, Brace & World, Inc.

Bloom, N. and J. Van Reenen (2010) 'Why Do Management Practices Differ across Firms and Countries?' *Journal of Economic Perspectives* 24, 203-24.

Bolton, P. and F. Samama (2012), "L-Shares: Rewarding Long-Term Investors",

ECGI Working Paper, No. 342/2013.

Burkart M. and S. Lee. (2008), 'One Share-One Vote: The Theory',

Review of Finance 12, 1-49.

Clark, G., A. Feiner and M. Viehs (2014), 'From the Stockholder to the Stakeholder',

Smith School of Enterprise and the Environment, Working Paper.

De Nicolò, G., L. Laeven and K. Ueda (2008) 'Corporate Governance Quality: Trends and Real Effects', *Journal of Financial Intermediation* 17, 198-228.

Giovannini A., Mayer C., Micossi S., Di Noia C., Onado M., Pagano M., et A. Polo (2015): Restarting European Long-Term Investment Finance. A green paper discussion document, CEPR Press.

<http://reltif.cepr.org/restarting-european-long-term-investment-finance>

Iacopetta, M., R. Minetti and P. F. Peretto (2014) 'Financial Markets, Industry Dynamics, and Growth', *Duke University Working Paper Series* (ERID), 172

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000) 'Investor Protection and Corporate Governance', *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.

Mayer C. (2013) : *Firm Commitment*, Oxford : Oxford University Press

Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988) : 'Management Ownership and Market Valuation: An empirical analysis', *Journal of Financial Economics* 20 : 293-315.

Morck R., Stangeland D. and B. Yeung (2000) : 'Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth, in R. Morck ed. *Concntrated Corporate Ownership*, Chicago : University of Chicago Press.

OECD (2012) *Corporate Governance, Value Creation and Growth. The Bridge between Finance and Enterprise*, OECD, Paris. <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/50242938.pdf>).

Philippon T. (2007) : *Le capitalisme d'héritiers : la crise du travail en France*, Paris : Le Seuil.

Pollin J-P (2004) : 'A propos de quelques ouvrages sur la gouvernance des entreprises', *Revue Economique* 55 (2) : 333-346.

Pollin J-P (2006) : Essais sur la Gouvernance HAL Archives ouvertes <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00081933>

Shleifer A. and R. Vishny (1997) : 'A Survey on Corporate Finance', *Journal of Finance* 52 (2) : 737-783.