



FLASH ÉCO
2017

Flash Eco : analyse hebdomadaire à caractère économique largement diffusée aux décideurs politiques et aux entreprises. Les Flash Eco ne constituent pas une prise de position.

Le présent document est une annexe au rapport d'activité de l'Afep pour 2017.
Il regroupe un extrait choisi des flashs Éco publiés en 2017.

Liste complète des flashs disponible sur **www.afep.com**

Olivier CHEMLA, Chef Economiste, o.chemla@afep.com

Sommaire

QUE FAUDRA-T-IL SURVEILLER EN 2018 ?	6
SMIC : UNE RÉFORME NÉCESSAIRE ?	10
BREXIT : QUELS ENJEUX MIGRATOIRES ?	12
ZONE EURO : VERS UNE MEILLEURE COORDINATION DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES ?	14
OÙ EN EST LE TISSU PRODUCTIF FRANÇAIS ?	18
QUE SAIT-ON DE L'ÉCONOMIE NORD-CORÉENNE ?	20
LA FORMATION CONTINUE, REMÈDE CONTRE LE CHÔMAGE ?	22
CRÉANCES DOUTEUSES : UN ENJEU EUROPÉEN	24
CHÔMAGE EN FRANCE : QUELLES PRIORITÉS POUR L'ACTION PUBLIQUE ?	26
TARGET-2 : LA CIBLE IDÉALE ?	28
« JOBS, JOBS, JOBS » : LE PARADOXE DES ETATS-UNIS ?	30
« FISCAL DOMINANCE » : LE RETOUR DE L'ETAT BANQUIER CENTRAL ?	32
INCERTITUDE ET ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE : QUELS LIENS ?	34
UNE GUERRE DES CHANGES POUR LA COMPÉTITIVITÉ ?	36

Flash Éco 2017 : extraits

Synthèse générale

En 2017, le service Economie de l'Afep a été pleinement mobilisé dans ses fonctions d'anticipation, de suivi et de décryptage de l'actualité. Fruit d'un travail continu marquant la volonté de l'Afep de participer au débat économique, le « Flash éco » est la traduction de cet engagement au service des adhérents. Le présent livret vous propose une sélection de la recherche de l'Afep au cours de l'année 2017, marquée par la 200^e édition du « Flash éco » créé en 2013.

En 2017, les sujets traités ont reflété la richesse des débats tenus en France, en Europe et au niveau international. En France, l'accent a été mis sur les priorités pour l'action publique dans un contexte politique marqué par des élections nationales mais aussi sur l'évolution du tissu productif français, dont le développement conditionne celui des principaux indicateurs macroéconomiques (emploi, finances publiques...).

Au plan européen, l'année fut intense avec les discussions sur le futur « Brexit », la coordination des politiques économiques en zone euro et des thématiques transversales qui demeurent d'actualité (« créances douteuses » dans le système bancaire, balances « TARGET » entre les pays de la zone euro).

Enfin, au niveau international, le Flash éco a notamment fait la lumière sur deux sujets d'intérêt général : d'une part, le paradoxe du marché du travail nord-américain et, d'autre part, l'exploration de l'économie, atypique et peu connue, de la Corée du Nord. Au niveau thématique, le débat sur la « guerre des changes » et le rôle économique de l'incertitude complètent cette sélection.

Les lecteurs intéressés trouveront la liste complète des Flashs de 2017 et des années antérieures sur www.afep.com.

Bonne lecture !

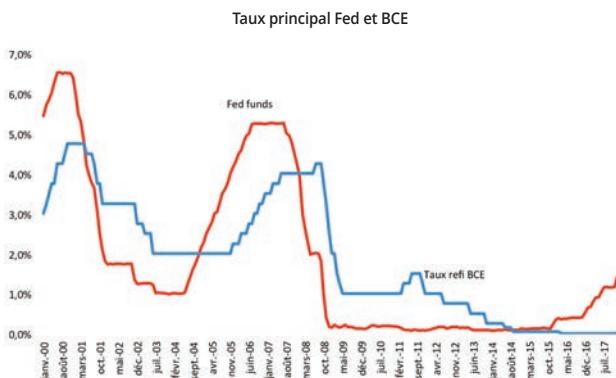
Que faudra-t-il surveiller en 2018 ?

VENDREDI 22 DÉCEMBRE 2017

A l'occasion de son dernier numéro de 2017 et de la 200e édition du Flash, la parution du jour présente un panorama pour l'année économique à venir et revient en annexe sur l'édition précédente. En souhaitant à l'ensemble des lecteurs du « Flash éco » d'excellentes fêtes de fin d'année. Merci pour votre fidélité !

La certitude : la grande divergence des taux entre les Etats-Unis et la zone euro

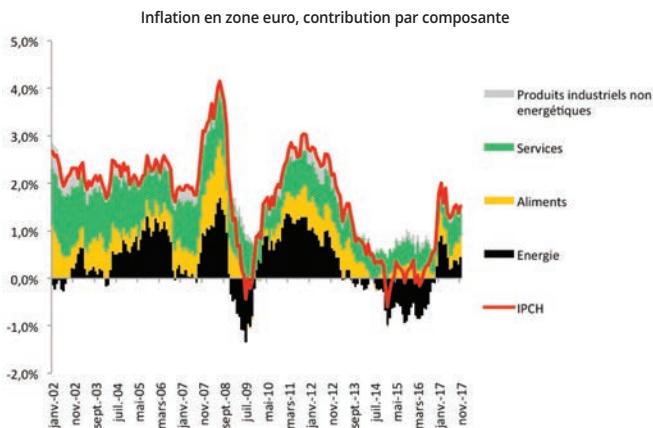
La dernière réunion de politique monétaire de l'année a confirmé la **divergence** en matière de **taux d'intérêt** de part et d'autre de l'Atlantique : aux **Etats-Unis**, la Fed a relevé le niveau des Fed funds pour la troisième fois de l'année (fourchette comprise entre 1,25 % et 1,50 %) ; en **zone euro**, la BCE a laissé inchangé son taux de refinancement, qui s'établit à 0 % depuis mars 2016. **En 2018, l'écart se creuserait davantage** : ainsi, le point médian des prévisions de la Fed se situe à 2,1 % tandis que la communication de la BCE (« *forward guidance* ») semble garantir une nouvelle année de taux « au plancher » en Europe.



Source : Afep à partir de BCE et de Federal Reserve.

L'interrogation : où va l'inflation ?

A + 1,5 % en novembre, le **taux d'inflation** en zone euro est globalement **stable** depuis le moi de mai. L'indice « sous-jacent » (ISJ, hors énergie et alimentation) est, lui, toujours inférieur à 1 %.



Source : calculs Afep à partir d'Eurostat.

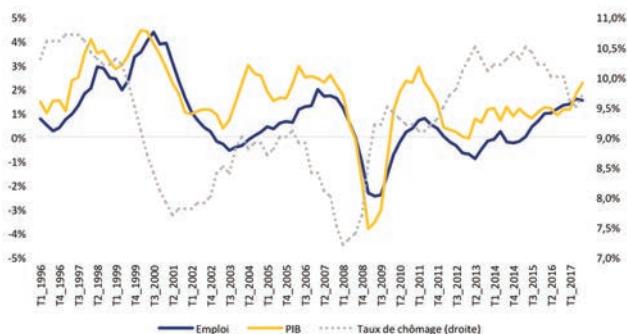
Par rapport au mois de novembre 2016 (où l'évolution était de + 0,6 %), la **progression** des prix est **réelle** (+ 0,9 point) mais sa **décomposition** fait apparaître un **net contraste** entre, d'une part, les prix **des produits volatils** (30 % de l'indice) et, d'autre, part, ceux relatifs aux **services** et aux **produits industriels** (70 % de l'indice) : ainsi, l'énergie expliquerait 0,6 point et l'alimentation 0,3 point, à comparer à une contribution nulle du reste des prix. Cette **évolution déséquilibrée** est surveillée par la BCE, dont l'objectif d'inflation suppose une hausse « auto-entretenu » des prix où l'ISJ joue un rôle plus important. Dans ses projections de décembre 2017, l'Eurosystème voit ce dernier progresser au même rythme l'an

prochain (+ 1,1 %, contre + 1,0 % en 2017), avant d'accélérer en 2019 (+ 1,5 %) et 2020 (+ 1,8 %). En 2018, l'inflation serait donc, une nouvelle fois, conditionnée à l'évolution des **prix des produits volatils**.

L'espoir : une croissance française qui amplifie la baisse du chômage ?

Au troisième trimestre (T3) de l'année, la **croissance** du PIB français a atteint **2,2 %** en glissement annuel, soit la plus forte progression depuis 7 ans. De son côté, l'**emploi** de l'agrégat « construction, industrie, tertiaire marchand » a augmenté de **1,5 %**, soit une hausse qui n'avait plus été constatée depuis la veille de la Grande récession. Après une période où la croissance est repartie sans création d'emploi (confirmant le décalage entre l'activité et le marché du travail), les deux variables évoluent de façon **synchrone** depuis deux ans, d'où une **baisse du taux de chômage** d'environ 1 point depuis le pic du T2 2015. Face à l'objectif gouvernemental d'un taux de chômage à 7 % en 2022, **l'année 2018 sera cruciale** pour mesurer la capacité de l'économie française à poursuivre et à amplifier la dynamique récente. Dans sa note de conjoncture de décembre, l'INSEE prévoit une baisse limitée du taux de chômage à l'horizon du premier semestre 2018, où il atteindrait 9,4 % : la hausse de l'**emploi** (+ 68 000) serait ainsi légèrement supérieure à celle de la **population active** (+ 41 000). A croissance de la population active donnée, les **deux questions** portent sur le **comportement de l'emploi** : 1) les destructions prévues dans le **secteur non marchand** (baisse des contrats aidés) seront-elles plus que compensées par des créations dans le **marchand** ? 2) quelle sera la **composition sectorielle** des créations ? En particulier, l'amélioration dans la construction et la moindre dégradation dans l'industrie se confirmeront-elles l'an prochain ?

Emploi, PIB et chômage France



Source : Afep à partir d'INSEE. Emploi et PIB en glissement annuel.

Portée par une accélération de l'activité supérieure aux attentes, l'économie mondiale a connu dans l'ensemble une bonne année 2017. Cela est particulièrement vrai dans les pays « avancés », avec une croissance dynamique en Europe et la poursuite de l'expansion aux Etats-Unis. En 2018, l'activité des banques centrales sera de nouveau sous les feux des projecteurs (sortie du « QE » dans un contexte d'inflation toujours inférieure à l'objectif). Compte tenu de l'impact direct (effet sur les taux longs) et indirect (incitation à la prise de risque) des politiques de QE sur les marchés financiers, ces derniers seront à surveiller de près. En France, les perspectives semblent prometteuses au vu des anticipations favorables des chefs d'entreprises : ainsi, la nette amélioration du climat des affaires dans l'ensemble des secteurs stimulerait l'activité. Loïn de constituer un point d'arrivée, cette situation doit être mise à profit pour traiter en profondeur les problèmes structurels de l'économie (comptes publics, chômage...).

Annexe : retour sur la précédente édition

Le 23 décembre 2016, le « Flash éco » de l'Afep s'intitulait « Que faudra-t-il surveiller en 2017 ? ». La présente annexe analyse de façon rétrospective les trois points qui figuraient dans la note. Les titres et les paragraphes en italique reprennent la rédaction d'alors, tandis que les encadrés présentent les considérations de décembre 2017.

La forte probabilité : une inflation plus élevée

« La fin de la baisse du cours du baril de pétrole puis sa hausse au cours de l'année aurait enclenché un « effet-base » positif qui devrait se poursuivre et s'amplifier en 2017 : selon les dernières prévisions de l'Eurosystème, les prix énergétiques expliqueraient les 4/5^e de la progression de l'inflation entre 2016 (0,2 % en moyenne annuelle) et 2017 (1,3 %) (...) Dans ce contexte, la BCE devrait se montrer particulièrement vigilante sur l'évolution des prix hors énergie et alimentation : relativement atone, l'inflation « sous-jacente » (ISJ) ne reflète pas encore l'amélioration globale de l'économie européenne. Pour l'Eurosystème, l'ISJ serait pourtant le principal moteur du regain d'inflation à compter de la mi-2017 ».

Dans l'ensemble, cette prévision s'est avérée exacte, avec une inflation qui devrait atteindre 1,5 % en moyenne annuelle en 2017, contre 0,2 % en 2016. Toutefois, la composition de la hausse fait apparaître un rôle plus important des prix volatils (énergie, alimentation) : contrairement à ce qui était envisagé à l'époque, l'indice sous-jacent n'a pas été « le principal moteur du regain d'inflation à compter de la mi-2017 » (légèrement supérieur à 1 % pendant l'été, puis inférieur à compter d'octobre). Une inflation plus élevée du seul fait des prix volatils est surveillée de près par la BCE car elle est aisément réversible.

L'interrogation : quel scénario de taux ?

« (Aux Etats-Unis) Il en résulte un scénario médian où le taux des Fed funds serait de 1,4 % fin 2017. Avec une seule hausse décidée au cours de l'année, le FOMC a choisi dans les faits une orientation encore plus accommodante que le bas de la fourchette de décembre 2015 (deux hausses). Si un tel scénario paraît improbable en 2017 car, outre les considérations économiques évoquées ci-dessus, il poserait de sérieux problèmes de crédibilité pour l'institution, la Fed semble attentive aux craintes provoquées par un risque de flambée des taux d'intérêt : ainsi, le scénario médian de la Fed est celui d'une remontée très progressive des FF, qui attendraient 2,1 % fin 2018, 2,9 % fin 2019 et 3 % à plus long terme (5 ans) ».

A 1,4 % fin 2017, le taux des Fed funds correspond précisément au scénario médian d'il y a un an. Au cours d'une année marquée par la fin du mandat de J. Yellen, la Réserve fédérale s'est donc attachée à donner de la visibilité aux observateurs et investisseurs. Elle a, en outre, précisé les conditions de sa « normalisation » monétaire, avec la réduction progressive de son bilan à partir d'octobre 2017.

Le risque : en 2017, une économie « politisée » ?

« Le futur « Brexit » reste à ce stade un concept théorique et M. Trump ne prendra ses fonctions qu'en janvier de l'an prochain. Dans ces deux cas, 2017 sera donc la première année de conséquences des choix effectués en 2016. En Europe continentale, la tenue d'élections dans les 5 plus grands pays de la zone euro n'est pas une hypothèse exclue (...) Face à l'encombrement de l'agenda politique (...) la véritable question est de savoir quelle sera l'attitude des acteurs économiques au cours de cette période : un plus grand attentisme ? Business as usual ? Un plus grand volontarisme ? ».

Après les deux surprises majeures de 2016 (victoires du « Leave » au référendum britannique et de D. Trump à la présidentielle des Etats-Unis), l'année 2017 a été marquée par l'élection de gouvernements modérés aux Pays-Bas et en France. La seule « surprise » est venue d'outre-Rhin, avec des législatives qui n'ont pas fait émerger de majorité naturelle (négociations toujours en cours). Quoiqu'il en soit, la crainte d'un impact négatif du cycle électoral européen sur la croissance ne s'est pas matérialisée, l'activité accélérant au-dessus de 2 %, soit le plus fort rythme au cours des dix dernières années.

SMIC : une réforme nécessaire ?

VENDREDI 15 DÉCEMBRE 2017

Le groupe d'experts sur le SMIC a remis récemment son rapport au Gouvernement : le présent flash en propose une synthèse qui porte à la fois sur le constat et les propositions de réforme.

Pouvoir d'achat du SMIC : en décélération depuis 2008, mais globalement positif

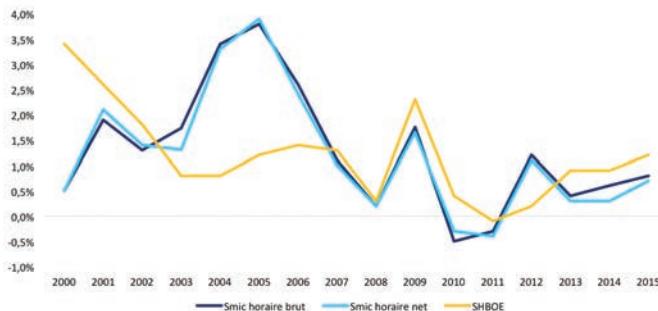
Actuellement fixé à 9,76€ depuis le 1^{er} janvier 2017, le SMIC pourrait être revalorisé de 1,1 % l'an prochain (sous réserve des indices définitifs), correspondant à l'application de la **formule d'indexation**, qui dépend de **deux facteurs** : l'évolution de l'indice mensuel des **prix** à la consommation hors tabac des ménages du premier quintile de la distribution des niveaux de vie (0,8 %) et de la **moitié du gain de pouvoir d'achat** du taux de salaire horaire de base des ouvriers et des employés (SHBOE), soit 0,25 %. Depuis le début du 21^e siècle, le **pouvoir d'achat** du salaire minimum a progressé d'environ **20 %**, bénéficiant notamment de l'alignement des garanties mensuelles de rémunération (GMR) au milieu des années 2000. Depuis 2008, sa progression a été ralentie par la désinflation et la moindre fréquence des « coups de pouce » de l'Etat. Le rapport met toutefois en évidence le fait que la stricte application de la formule aurait dû conduire à une hausse plus faible de 1,6 point : outre le coup de pouce du 1^{er} juillet 2012 (0,6 %), il a été décidé de ne pas tenir compte de l'évolution négative des prix lors de la revalorisation de 2016. Considérant que

le SMIC et le reste de la **grille salariale** et des prix entretiennent une **relation « circulaire »**, les experts pointent le risque « *d'évolution non contrôlée (dont) les conséquences peuvent être fâcheuses pour la compétitivité française, sans pour autant que la situation salariale des personnes au SMIC n'en soit améliorée* ».

Niveau du SMIC et coût du travail : une spécificité française ?

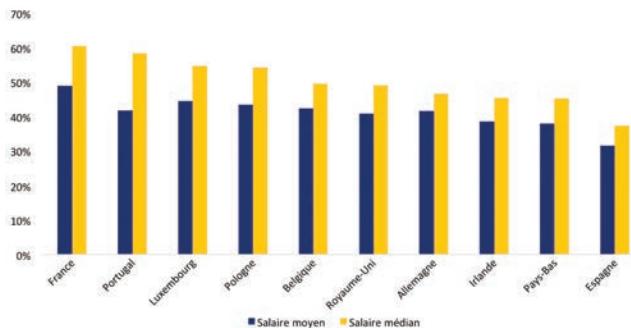
En France, le salaire minimum représentait **50 % du salaire moyen** et **62 % du salaire médian** en 2016, soit des ratios parmi les plus élevés de l'OCDE. Au sein de l'Union européenne (UE), la France est en tête : il est utile de rappeler que **22 pays** sur 28 ont adopté un **salaire minimum**, dont 9 depuis 1990 (notamment le Royaume-Uni en 1999 et l'Allemagne en 2015). Dans les 6 pays ne disposant pas de salaire minimum (Autriche, Danemark, Finlande, Italie, Suède, Chypre), les minima conventionnels font office de plancher. Malgré son niveau brut élevé par rapport au salaire médian, le **coût du travail** au niveau du SMIC français est dans la moyenne des pays de l'OCDE : en effet, l'**importance des allègements** de prélèvements

Evolution du pouvoir d'achat du...



Source : Afep à partir de DARES/INSEE. SHBOE : salaire horaire de base des ouvriers et des employés.

SMIC brut en % du salaire médian et du salaire moyen



Source : Afep à partir d'OCDE.

obligatoires à ce niveau (« zéro charges » de cotisations et contributions recouvrées par les Urssaf, crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) compense le handicap de coût initial. Toutefois, cela est réalisé au prix d'un **écart inédit** entre le **taux de prélèvement** pour les employeurs au niveau du **salairé médian** (supérieur à 35 %) et celui s'appliquant au niveau du **SMIC** (inférieur à 10 %), et le coût pour les finances publiques qui en résulte. Dans les autres pays de l'OCDE, l'écart entre les deux taux est faible (Royaume-Uni, où il passe de 10 % à 5 %), voire nul (égal à 30 % en Espagne et à 20 % en Allemagne).

Faut-il réformer le SMIC ? Quelques pistes de réflexion

Selon la définition du code du travail (art. L3231-2), le SMIC « *assure aux salariés dont les rémunérations sont les plus faibles la garantie de leur pouvoir d'achat et une participation au développement économique de la Nation* ». Dans cette optique, **revaloriser** le SMIC améliore le sort de ses bénéficiaires en **augmentant leurs revenus** et donc la demande. Le rapport **conteste** cette vision au moyen de **deux arguments** : d'une part, la **pauvreté** laborieuse est avant tout le résultat d'une **faible durée** de travail (et pas d'un faible salaire horaire) ; d'autre part, une **hausse du SMIC** entraîne une hausse de **prélèvements** et la réduction (ou la perte) de certaines **prestations**. Sur ce deuxième point, la DG Trésor calcule que la hausse de 1 % du SMIC a « *un effet faible, voire nul, sur le revenu disponible des ménages* »¹ sur 7 cas-types envisagés. Le groupe d'experts recommande donc de privilégier une revalorisation de la prime d'activité si l'objectif est de lutter contre la pauvreté, notamment celle des enfants. Partant de ce constat et de l'impact d'une hausse du SMIC sur la compétitivité des entreprises, le rapport étudie cette année trois pistes de réformes : 1) la **régionalisation** du SMIC ; 2) l'instauration d'un « **SMIC-jeunes** » et 3) la **modification** de la règle d'indexation. Les deux premières pistes s'inspirent d'une même logique **d'adaptation** à la réalité « micro-économique » (écarts de prix inter-régionaux,

différences de productivité) : elles sont toutefois clairement écartées en raison de **difficultés opérationnelles** (écarts importants au sein même d'un département, question des salariés « pendulaires ») et **politiques**. En revanche, la **troisième piste** est **soutenue** par le groupe d'experts, qui rappelle que la France est une exception en matière d'indexation (4 autres pays de l'UE prévoient une indexation sur la seule évolution des prix). Deux options sont proposées : i) la **suppression** de la composante « **gain de pouvoir d'achat** » de la formule et ii) la **fin de la règle** d'indexation obligatoire. Dans le premier cas, le pouvoir d'achat du SMIC serait conservé alors que, dans le second, cela ne serait plus le cas. Le Gouvernement porterait alors l'entière responsabilité de la revalorisation, ce qui renforcerait à la fois sa **contrainte** mais également sa capacité à effectuer des **arbitrages** entre les différentes politiques publiques : à coût budgétaire donné, le rapport lui suggère ainsi de privilégier des mécanismes ciblés (prime d'activité) à une hausse uniforme du SMIC².

Attendu, le rapport du groupe d'experts sur le SMIC propose un diagnostic économique sur un sujet sensible. S'il est parfois contesté, ce dernier a le mérite d'amener chacun à s'interroger de façon globale sur le meilleur arbitrage entre revenus du travail et dispositifs d'incitation en tenant compte de leurs interactions et externalités respectives. Il rappelle la « règle de Tinbergen » selon laquelle, « à un objectif correspond un instrument ». Dans ce contexte, une éventuelle réforme de la formule d'indexation du SMIC devrait s'inscrire dans une réflexion plus large dont l'ambition serait d'accélérer la reprise de l'emploi tout en améliorant concrètement le quotidien des individus aux rémunérations les plus faibles. Enfin, il ne faudrait pas perdre de vue que l'enjeu central de moyen terme est celui de la mobilité salariale.

¹ Seuls le célibataire et le couple biactif avec 2 enfants bénéficient d'une hausse significative de leurs revenus disponibles.

² Une hausse de 1 % du SMIC coûterait, en net, 240M€ aux finances publiques (allègements et masse salariale publique).

Brexit : quels enjeux migratoires ?

VENDREDI 8 DÉCEMBRE 2017

Dans le contexte de la négociation future sur le « Brexit », le présent flash se penche sur le volet migratoire des discussions, en particulier son impact sur les marchés du travail européens.

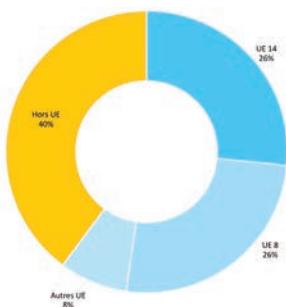
3,7 millions ressortissants de l'Union européenne au Royaume-Uni....

Selon l'Office of National Statistics (ONS), il y avait près de **6,1 millions d'étrangers** résidant au Royaume-Uni en juin 2017, soit environ 10 % de la population totale. Au sein de cette catégorie, **3,7 millions** étaient ressortissants d'un pays de l'**Union européenne** (UE). De façon conventionnelle, l'ONS découpe l'UE en trois catégories : l'UE-14 « pré-élargissement », l'UE-8 « post-élargissement » à l'Est en 2004 et les autres Etats¹. De taille équivalente, les deux premières traduisent le poids prépondérant des principaux **pays de la zone euro** et des **pays de l'Est** : le « top 10 » des nationalités fait ainsi apparaître 8 pays de l'UE contre seulement 2 situés à l'extérieur (Inde et Pakistan). Un Etat se détache : **la Pologne**, avec **1 million** de ressortissants vivant outre-Manche. Le même exercice réalisé sur la tranche 16-64 ans (population « active ») ne change pas fondamentalement les résultats mais confirme l'intuition d'une population étrangère présente avant tout pour des **raisons professionnelles** (à 12 %, légère surreprésentation de la population étrangère sur cette tranche d'âge par rapport à la moyenne).

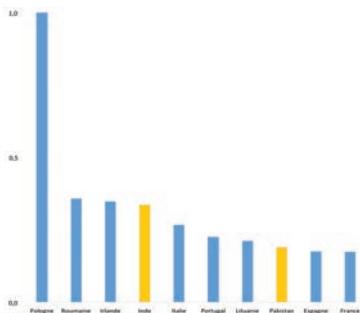
... contre près de 900 000 britanniques dans l'Union européenne

L'exercice symétrique a été réalisé récemment par l'ONS². A partir des données d'Eurostat collectées à l'occasion du recensement de 2010-2011, l'institut propose un panorama relativement exhaustif et pertinent dans le contexte de la négociation sur le Brexit : ainsi, les binationaux sont exclus de l'étude afin de centrer l'analyse sur les individus qui ne pourront se prévaloir d'une autre nationalité une fois que le Royaume-Uni aura quitté l'UE. De ce fait, les chiffres présentés sont des minorants. Sur les près de **900 000 britanniques** résidant dans l'UE, **l'Espagne** représente, de loin, le premier Etat de destination, avec un tiers du total. Suivent **la France** (18 %), **l'Irlande** (13 %) et **l'Allemagne** (11 %). La décomposition par **classe d'âge** fait apparaître une prédominance de la population active (70 % pour les 15-64 ans) avec, par ailleurs, une part importante des 65 ans et plus (21 %). Cette dernière catégorie rassemble notamment les retraités : confirmant une pratique bien établie, la part des britanniques âgés de 65 ans et plus est la plus élevée dans la plupart des pays du **pourtour méditerranéen** (Espagne, Malte, Chypre, où elle dépasse les 30 % ; Portugal et France : 20 %).

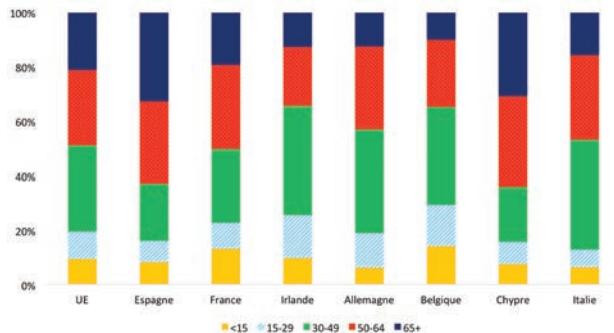
Population étrangère résidant au Royaume-Uni, par catégorie



Top 10 des nationalités résidant au Royaume-Uni, en millions



Britanniques résidant dans l'UE, par classe d'âge



Source : Afep à partir d'ONS.

Source : Afep à partir d'ONS.

Quels pourraient être les impacts du Brexit sur les marchés du travail ?

Des quatre libertés fondamentales de l'UE, la **libre-circulation des personnes** (et son corollaire, le droit d'établissement) est celle qui cristallise le plus le débat politique outre-Manche. L'issue du référendum contraint fortement le Gouvernement britannique sur cette question, rendant le *statu quo* actuel peu crédible. Face aux restrictions qui s'annoncent, cette partie cherche à évaluer de façon théorique quels pourraient être les **impacts** respectifs pour le Royaume-Uni et pour l'UE. **Côté britannique**, le sujet est suivi de près par les entreprises, dont beaucoup emploient des salariés de l'UE : dans un rapport récent de la Chambre des Lords³, ses représentants font part de leurs inquiétudes sur le risque de **pénurie de main d'œuvre** qui résulterait d'un durcissement des règles migratoires. Ainsi, selon les sources citées par le rapport, **trois quarts** des ressortissants actuels de l'UE ne rempliraient pas les critères « Tier 2 » applicables aux travailleurs des pays tiers⁴. La moyenne serait encore plus élevée pour les emplois « **peu qualifiés** » : à cet égard, le rapport adhère à la position patronale de **ne pas instaurer de distinction** stricte entre ces derniers et les emplois « **hautement qualifiés** », considérant les besoins multiples de l'économie britannique (recherche, ingénierie mais également agriculture, construction...). De fait, le Brexit pourrait avoir un impact aux extrémités du marché du travail, ce qui explique certaines prises de position en faveur de **systèmes régionaux** d'immigration (City, Ecosse). **Côté UE**, la problématique est différente dans la mesure où la population britannique résidente représente une fraction limitée de chaque marché du travail. Deux canaux sont toutefois à surveiller : d'une part, celui du **tourisme** et, d'autre part, la faculté pour les **retraités** de s'installer dans les pays du Sud de l'UE. Disposant en moyenne d'un **pouvoir d'achat** élevé, les britanniques représentent en effet une source importante de revenus pour certaines régions qui pourraient pâtir à la fois des restrictions de circulation et de la

baisse du revenu disponible au Royaume-Uni. Enfin, le Brexit pourrait avoir des conséquences d'ampleur sur certains **marchés du travail « d'origine »** (Pologne notamment).

« *It's certainly a great day for Europe and a great opportunity for Britain* » (Tony Blair le 1er mai 2004). *13 ans après l'élargissement de l'UE, le changement de discours est frappant au sein d'un pays traditionnellement attaché au libre-échange. A priori, le volet migratoire des discussions apparaît déséquilibré avec, d'un côté, un besoin potentiel d'adaptations majeures et, de l'autre, des impacts plus localisés. Le Royaume-Uni va affronter un défi de taille, qui pose des questions économiques essentielles : quel impact sur les salaires et l'emploi ? La technologie peut-elle remplacer les migrants ? Comment combler les besoins de main d'œuvre ? Quel rôle pour la formation des « locaux » ? Du côté des 27, il ne faut pas négliger les conséquences négatives en termes de débouchés professionnels et de perspectives de carrière qu'entraînerait le durcissement de l'accès au deuxième plus important marché du travail de l'UE. Dans ce contexte, l'accord du jour sur le « passé » est une bonne nouvelle pour l'Europe.*

¹ Chypre, Malte (élargissement de 2004) ; Bulgarie, Roumanie (2007) ; Croatie (2013).

² «What information is there on British migrants living in Europe?» Cf. le site de ONS.

³ «Brexit and the Labour Market», House of Lords, 21 July 2017. Cf. le site de House of Lords

⁴ Système de « sponsorship » par une entreprise répertoriée et plusieurs critères d'éligibilité (salaire, langue, économies...).

Zone euro : vers une meilleure coordination des politiques budgétaires ?

VENDREDI 24 NOVEMBRE 2017

A l'occasion de la sortie récente du premier rapport annuel du Conseil budgétaire européen, le présent flash se penche sur les enjeux de finances publiques pour la zone euro et les débats relatifs aux évolutions possibles de l'union monétaire (règles, politiques communes, « budget » central).

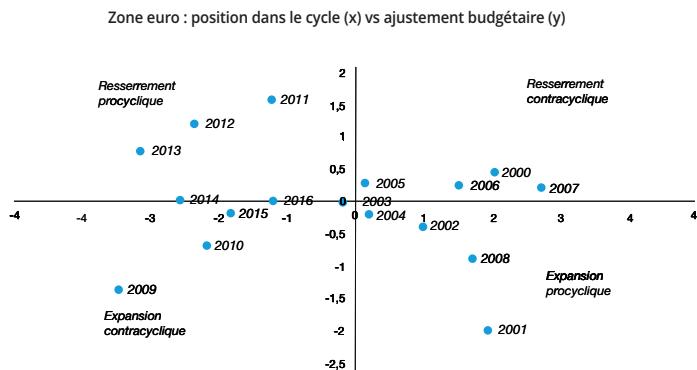
Qu'est-ce que le Conseil budgétaire européen ?

Etabli par la Commission européenne le 21 octobre 2015 suite au rapport dit des « 5 présidents », le **Conseil budgétaire européen** (CBE) est une instance **indépendante** de l'exécutif de l'UE. Son mandat porte sur la **mise en œuvre des règles budgétaires** au sein de l'UE, le conseil à la Commission sur l'**orientation budgétaire** d'ensemble de la zone euro et la coopération avec les conseils nationaux dédiés (par exemple le Haut conseil des finances publiques, HCFP, en France). A la demande de la Commission, le CBE peut également être amené à fournir des conseils de nature budgétaire sur une base *ad hoc*. Composé de **5 membres** (le président N. Thygesen, danois, et 4 membres : R. Beetsma, néerlandais ; M. Bordignon, italien ; S. Duchêne, française ; M. Szczurek, polonais), le CBE regroupe des **personnalités** nommées par la Commission « sur la base de leurs qualifications, de leurs compétences, de leurs connaissances en macroéconomie et en finances publiques et de leur expérience en matière de politique budgétaire et de gestion de budget ». De ce fait, les **profils** sélectionnés en octobre 2016 font apparaître une nette prédominance des **académiques** et des hauts fonctionnaires, un seul membre ayant exercé des fonctions ministérielles. Après avoir publié un rapport en juin sur l'orientation budgétaire pour l'année à venir, le CBE vient de rendre public son premier rapport annuel¹.

L'orientation budgétaire de la zone euro depuis sa création : quelles leçons en tirer ?

Espace économique doté d'une **politique monétaire unique** définie par la Banque centrale européenne (BCE) et de **19 politiques budgétaires nationales**, la zone euro se trouve dans une configuration inédite en matière de politique économique. Près de 20 ans après l'entrée en vigueur de l'euro, on dispose de suffisamment de recul pour tirer un premier bilan au niveau agrégé

des politiques menées par les différents Etats. En croisant, en abscisse, la **position de l'économie dans le cycle** (mesurée par l'écart de production² : + si l'économie est dynamique, - sinon) et, en ordonnée, le **sens de l'ajustement budgétaire** (variation d'une année sur l'autre du solde primaire corrigé de la conjoncture : + si resserrement³, - si expansion), on obtient quatre configurations possibles.



Source : calculs Afep à partir d'AMECO. En % du PIB potentiel.

La lecture du graphique se fait en diagonale : tandis que, sur l'axe « nord-ouest/sud-est », on retrouve les configurations de politique budgétaire « **procyclique** » (i.e. qui accentue les fluctuations de la demande), l'axe « sud-ouest/nord-est » reflète, lui, les cas d'orientation « **contracyclique** » (qui réduit ces variations). Dans l'absolu, la **théorie économique** préconise de choisir ce deuxième type de politique consistant à profiter des **phases hautes du cycle** pour consolider les comptes publics et à utiliser l'instrument budgétaire à des fins de **lissage conjoncturel en bas de cycle**. Pourtant, l'observation des données pour la zone euro fait apparaître

plusieurs manquements à cette « règle » : ainsi, au cours des 17 premières années de l'euro, l'**orientation globale** de la politique budgétaire aurait été **procyclique à 7 reprises** (4 en haut de cycle et 3 en bas de cycle). Le dernier épisode récent date de la période **2011-2013**, au cours de laquelle la zone euro a effectué un **ajustement budgétaire** d'ampleur (3,6 points de PIB) alors même que l'économie subissait encore les effets de la Grande récession⁴. La déclinaison de cet exercice pour les quatre plus grandes économies de la zone euro (cf. annexe) montre une certaine hétérogénéité entre, d'une part, l'**Allemagne** et, d'autre part, la **France**, l'**Italie** et, à un degré moindre, l'**Espagne**. Si chaque pays a connu plusieurs années de « resserrement procyclique », la France et l'Italie se distinguent par la répétition des épisodes « d'expansion procyclique » où la situation favorable de l'économie s'est accompagnée de **baisses d'impôts** (par exemple l'épisode de la « cagnotte » en France).

Règles budgétaires, politiques communes, « budget » : quelles évolutions possibles ?

Dans le cadre des débats sur le futur de l'union monétaire, le rapport examine trois types d'évolutions en matière de **règles budgétaires**, de nouvelles **politiques communes** et d'un « budget » de la zone euro. La première question fait l'objet de **propositions** visant, notamment, à accélérer les efforts budgétaires en cas d'amélioration conjoncturelle afin d'assurer la **symétrie** des règles (des ajustements ont déjà été différés lorsque l'activité s'est dégradée). Par ailleurs, le CBE suggère d'introduire une **conditionnalité** dans l'accès aux crédits de l'UE, de mieux **articuler** les règles du pacte de stabilité et de croissance avec la procédure des « déséquilibres macro-économiques » et de **simplifier** une architecture normative devenue excessivement complexe. Pour assurer l'équilibre entre la logique des **règles** et une certaine flexibilité, les multiples dérogations actuelles seraient remplacées par des **clauses de sauvegarde prédéfinies**. Afin d'éviter les comportements « opportunistes », leur activation dépendrait de l'avis d'un organe indépendant. En matière de nouvelles politiques communes, le CBE étudie deux options de moyen terme : un **fonds de réassurance-chômage** et un **mécanisme de protection de l'investissement public** en cas de récession⁵. Préférant sans ambiguïté la seconde option, le CBE

estime qu'elle aurait l'avantage de s'inscrire dans la continuité des initiatives existantes (BEI, partenariats public-privé) en jouant à la fois sur la demande et le potentiel de croissance de l'économie. En outre, le financement de projets par l'endettement permettrait d'éviter d'utiliser le levier, sensible, des prélèvements. En effet, la perspective de mettre en place des **transferts permanents** entre les pays est fermement rejetée par une grande partie de l'Europe du nord qui s'inquiète d'une généralisation de l'**aléa moral**. Enfin, la question d'un « budget » pour la zone euro est évoquée brièvement dans une optique de long terme pour affronter certains **défis d'intérêt commun** (sécurité, migrations, énergie et climat).

Portée par une embellie conjoncturelle et les premiers fruits des efforts consentis depuis la crise, la zone euro va mieux. Loin de constituer un point d'arrivée, la situation actuelle doit plutôt être interprétée comme la possibilité d'un nouveau départ. En effet, le plus dur reste à faire : passer d'une gestion de crise à une réforme globale du fonctionnement de l'union monétaire requiert une forte volonté politique. Parmi les nombreux points à trancher, trois priorités se dégagent : 1) déterminer un équilibre satisfaisant entre les règles et les marges de flexibilité ; 2) pour ce faire, simplifier le dispositif existant et clarifier le rôle de chacun des acteurs (en particulier celui de la Commission, qui apparaît comme « juge et partie » ; la surveillance budgétaire pourrait ainsi être confiée au Mécanisme européen de stabilité, comme suggéré par la Bundesbank, ou à un futur « Trésor » européen) ; 3) tirer pleinement les conséquences de l'approche globale en passant du « bottom-up » actuel à un « top down » à inventer. Enfin, sur un éventuel « budget » de la zone €, il convient de ne pas se tromper de débat : la réflexion doit d'abord porter sur le fond des politiques à mettre en commun et non sur l'instrument lui-même.

¹ Disponible à l'adresse : https://ec.europa.eu/info/publications/2017-annual-report-european-fiscal-board_en

² Pour plus de précisions sur ce concept et ses limites, cf. le Flash éco Afep du 29 avril 2016.

³ « Resserrement » : hausse des prélèvements/baisse des dépenses ; « expansion » : baisse des recettes/hausse des dépenses.

⁴ L'ajustement budgétaire ayant lui-même pesé sur la croissance économique du fait de son ampleur et de sa diffusion.

⁵ Partant de l'observation que l'investissement public est souvent la première variable affectée par un resserrement budgétaire.

Annexe : l'orientation budgétaire par pays

La présente annexe complète la partie 2 du flash en déclinant l'orientation budgétaire pour les quatre plus grandes économies de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne). A l'instar du graphique pour la zone euro agrégée (voir page 1), il croise, en abscisse, la position de l'économie dans le cycle et, en ordonnée, le sens de l'ajustement budgétaire pour le solde primaire corrigé de la conjoncture. Ce dernier indicateur permet de mesurer la nature de l'impulsion budgétaire votée par le Parlement, hors effets de la conjoncture sur les comptes publics.

Les conclusions sont les suivantes :

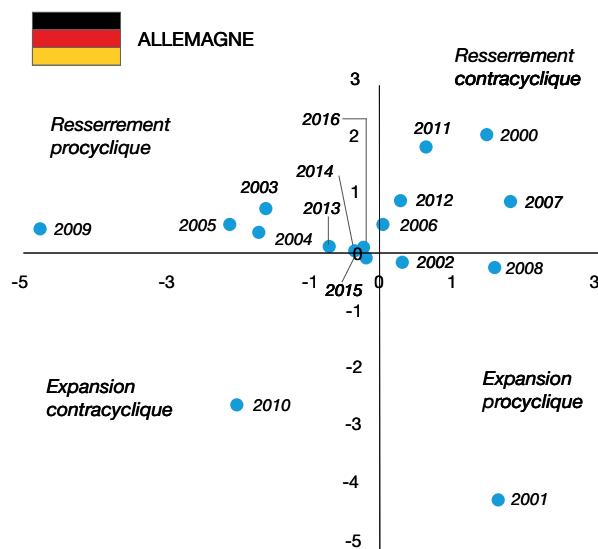
- **L'Allemagne** se caractérise par une orientation budgétaire globalement restrictive depuis le début de l'euro ; à cinq reprises, le resserrement

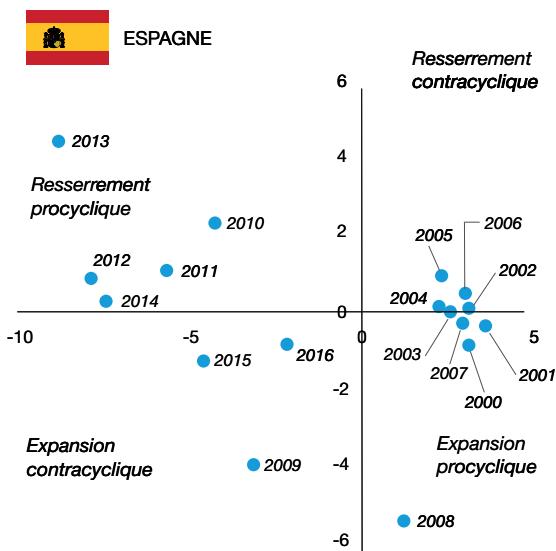
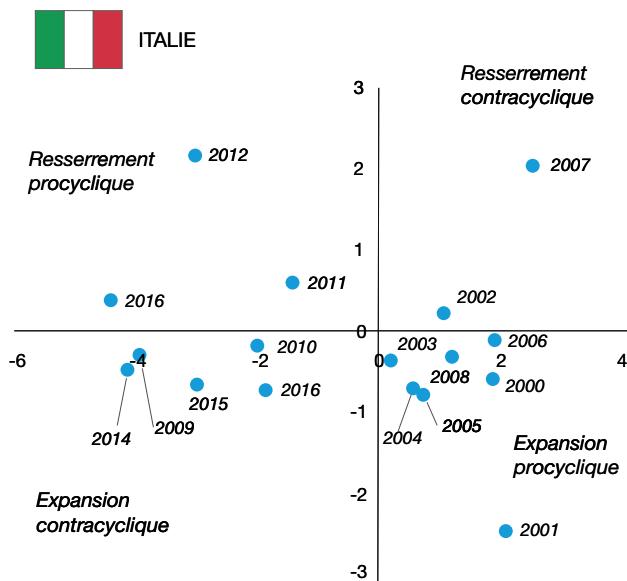
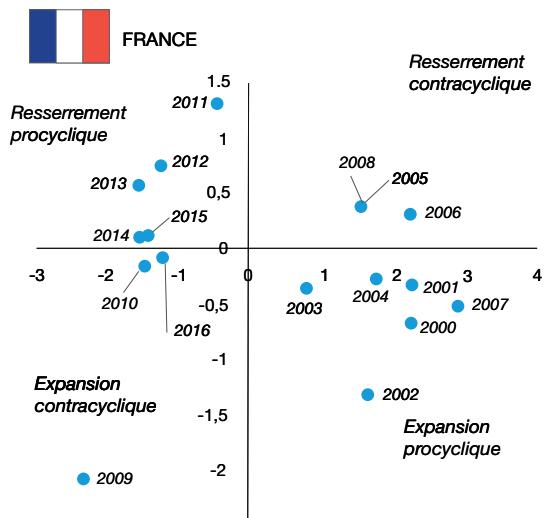
a été de nature « contracyclique », le pays profitant d'une conjoncture favorable pour consolider ses finances publiques ;

- A l'inverse, **l'Italie** a choisi une stratégie expansionniste, tantôt pour soutenir la demande, tantôt pour redistribuer les « fruits de la croissance » ;

- De son côté, **la France** a eu tendance à adopter une politique procyclique, en haut (début des années 2000 et 2007) comme en bas de cycle (2011-2015) ;

- Enfin, **l'Espagne** a également adopté une politique plutôt procyclique.





Où en est le tissu productif français ?

VENDREDI 17 NOVEMBRE 2017

Le présent flash fait le point sur les données les plus récentes en matière de tissu productif français.

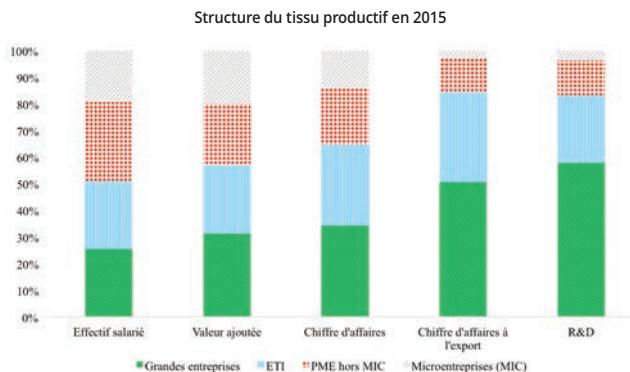
3,8 millions d'entreprises en France en 2015

D'après l'INSEE, la France comptait **3,8 millions d'entreprises** en 2015, dont **96 % de microentreprises** (MIC, cf. ci-dessous). Il y avait 140 000 petites et moyennes entreprises (PME) hors MIC, près de 5 800 entreprises de taille intermédiaires (ETI) et **287 grandes entreprises**¹. La loi de modernisation de l'économie (LME) de 2008 a en effet défini quatre catégories d'entreprises selon des critères économiques : a) les **microentreprises** occupent moins de 10 personnes et ont un chiffre d'affaires annuel ou un total de bilan n'excédant pas 2M€ ; b) les **PME** occupent moins de 250 personnes et ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50M€ ou un total de bilan n'excédant pas 43M€ ; c) les **ETI** n'appartiennent pas à la catégorie des PME, occupent moins de 5 000 personnes et ont un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 1 500M€ ou un total de bilan n'excédant pas 2 000M€ et d) les **grandes entreprises** sont les entreprises non classées dans les catégories précédentes. Après s'être longtemps appuyée sur la définition juridique d'une entreprise (« unité légale », UL), la statistique publique cherche depuis la LME à

illustrer plus fidèlement le tissu économique au travers, notamment, d'une meilleure appréhension du concept de **groupe**. Ce dernier est défini par « *l'ensemble de sociétés liées entre elles par des participations au capital et parmi lesquelles l'une exerce sur les autres un pouvoir de décision* ».

R&D : un développement inégal selon les entreprises

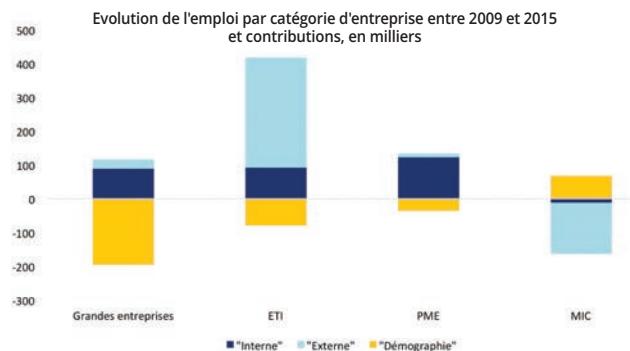
Selon les dernières données connues portant sur l'année 2014, la **dépense intérieure de recherche-développement** (DIRD, ou « effort de recherche ») française s'élevait à **47,9Md€**, soit 2 ¼ % du PIB². La ventilation par type d'acteur économique était d'environ **un tiers** (16,8Md€) par les **administrations** publiques et privées (y compris institutions sans but lucratif) et de **deux tiers** (31,1Md€) par les **entreprises**. Au sein de cette dernière catégorie, les grandes entreprises assuraient l'essentiel des dépenses, avec **58 %** (soit près de 40 % de la DIRD), contre 26 % pour les ETI, 13 % pour les PME et 4 % pour les MIC. Avec **120 000 personnels de recherche** (dont 80 000 chercheurs), les grandes entreprises concentraient près de la **moitié** des emplois de recherche du secteur privé. S'agissant de la nature des activités, le ministère de la Recherche suit la pratique de l'OCDE et d'Eurostat pour proposer une ventilation de la DIRD par **intensité technologique** (dépenses de R&D/valeur ajoutée) selon six catégories (haute, moyenne-haute, moyenne-faible, faible ; autres industries, activités de services). Il en ressort une nette distinction entre deux catégories d'entreprises avec, d'une part, les **grandes entreprises** et les **ETI** et, d'autre part, les **PME** et les **MIC**. En effet, les premières se caractérisent par un **rôle majeur des activités de haute** (43 % des dépenses des GE, 27 % de celles des ETI) et de **moyenne-haute technologie** (32 % et 34 %) tandis que les secondes sont majoritairement tournées vers les activités de services (53 % pour les PME, 79 % pour les MIC).



Source : Afep à partir d'INSEE et de ministère de la Recherche. R&D : année 2014.

Emploi par taille : le rôle des transferts entre catégories d'entreprises

Dans une étude récente³, l'INSEE s'est penché sur l'évolution de l'emploi par taille d'entreprise entre 2009 et 2015. Si la première année de la série pose question compte tenu de la conjoncture économique très dégradée d'alors, ceci s'explique par le changement du cadre méthodologique suite à la LME de 2008 (cf. partie 1). Derrière des tendances générales (+ 254 300 emplois en ETP dont + 337 500 dans les ETI, + 96 400 dans les PME, - 80 700 dans les grandes entreprises et - 98 900 dans les MIC), l'intérêt de l'étude réside dans la **décomposition** de l'évolution selon sa **nature** : 1) « **interne** » (i.e évolution au sein des entreprises n'ayant pas changé de catégorie au cours de la période), 2) « **externe** » (solde de l'évolution entre catégories d'entreprises) et 3) « **démographique** » (solde entre les créations et les disparitions d'unités légales). En effet, il ressort de l'étude que le deuxième facteur joue un rôle sensible pour les ETI (qui bénéficient de près de 310 000 emplois venant des PME⁴) et les MIC, tandis que le troisième est marqué dans les grandes entreprises. L'INSEE **nuance** cependant l'impact de l'effet « **démographique** » dans la mesure où la **disparition d'unités légales** d'un point de vue administratif **ne signifie pas** nécessairement la fin de l'activité : en tenant compte de la « **continuité économique** »⁵, les conclusions sont modifiées puisque le solde deviendrait alors « **très faiblement positif** » pour les trois catégories affichant un déficit. Son impact serait particulièrement important pour les grandes entreprises du fait des mouvements de **réorganisation/ restructuration** en leur sein, qui aboutissent à la suppression de numéros de Siren (identifiant d'une UL) sans toujours se traduire par la disparition de l'activité.



Source : Afep à partir d'INSEE références, édition 2017.

La nouvelle livraison de l'INSEE sur le tissu productif français rappelle l'importante concentration de l'économie autour d'un petit nombre d'entreprises. En particulier, les résultats en matière de R&D font apparaître que 300 entreprises réalisent près de 40 % de l'effort de recherche national. Cruciales pour l'avenir du pays, ces dépenses gagneraient à être supportées par un plus grand nombre d'entreprises si la France souhaite atteindre l'objectif européen de 3 % du PIB. Autre enseignement important, les mouvements entre catégories d'entreprises témoignent d'une dynamique qui suppose de faire évoluer le débat, relativement statique, sur les évolutions respectives. Hors transferts, l'INSEE montre que, à l'exception des micro-entreprises, toutes les entreprises ont créé des emplois entre 2009 et 2015.

¹ 261 hors secteur financier dont 177 multinationales sous contrôle français, 70 sous contrôle étranger et 9 GE « locales ».

² « La R&D dans les PME, les ETI et les grandes entreprises », L'état de l'enseignement sup. et de la recherche en France, avril 17.

³ « Une forte proportion des emplois créés entre 2009 et 2015 sont portés par les ETI », Insee références, édition 2017.

⁴ Solde d'emploi entre les unités « montant » dans la catégorie des ETI et les unités « descendant » dans la catégorie des PME.

⁵ Deux des trois critères suivants remplis : permanence de la personne morale, exercice d'activités proches, même lieu.

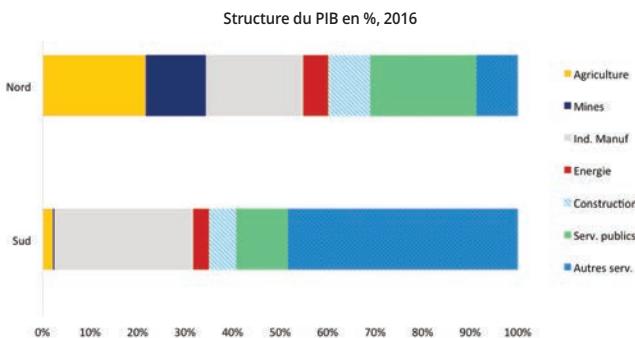
Que sait-on de l'économie nord-coréenne ?

VENDREDI 13 OCTOBRE 2017

Alors que le pays est au centre de l'actualité géopolitique, le présent flash fait le point sur l'économie nord-coréenne à partir des rares données disponibles.

Comment mesurer l'économie nord-coréenne ? Quelques éléments de réponse

« Régime dictatorial à parti unique »¹ selon le Quai d'Orsay, la République Populaire Démocratique de Corée, ou **Corée du Nord**, fondée en septembre 1948, **ne publie pas de données statistiques économiques et sociales**. Depuis 1991, la **Banque centrale de Corée du Sud** (Bank of Korea, BoK) **estime le PIB nord-coréen** à travers un faisceau d'indicateurs fournis notamment par le ministère de l'Unification et les services de renseignement sud-coréens et internationaux (CIA). Ceci appelle donc à prendre les résultats qui suivent avec beaucoup de **prudence**. Selon la BoK, le **PIB nord-coréen** de 2016 faisait apparaître une **structure** très différente de celle de l'économie de marché sud-coréenne, tournée vers l'industrie et le tertiaire privé. Elle était ainsi marquée par l'importance des **services publics** (22 %), de **l'agriculture** (22 %) et de **l'exploitation minière** (13 %). Cette dernière alimente la (limitée) industrie exportatrice du pays (près de 3Md\$, soit le 119^e exportateur mondial), un tiers des exports ayant été réalisé dans la rubrique « **Briquettes de charbon** » d'après l'Observatoire de la complexité économique du MIT.

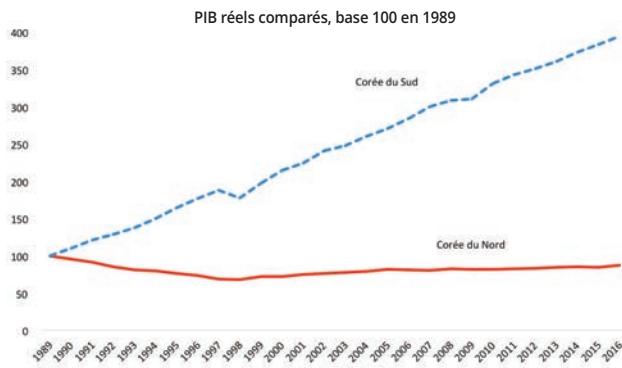


Source : Afep à partir de Bank of Korea.

Le premier partenaire commercial du pays serait, de très loin, le **voisin chinois**² avec plus de **80 % des exports et des imports**. D'un point de vue démographique, la Corée du Nord disposerait d'une **population totale de 25 millions d'habitants**, dont **14 millions** formeraient la population active du pays, soit environ la **moitié du voisin sud-coréen** (avec, respectivement, 51 et 26 millions).

Nord vs Sud : quelles dynamiques au cours du dernier quart de siècle ?

Depuis le début de la série statistique en 1990, la Corée du Nord aurait été en **récession** à 14 reprises, soit près d'**une année sur deux**. La longue récession du début des années 90 n'a pas été compensée par la suite, d'où une **croissance moyenne négative** sur l'ensemble de la période (-0,4 %). En termes réels, le **PIB nord-coréen** se situait en 2016 près de **13 points en dessous de son niveau de 1989**. La comparaison avec la Corée du Sud est saisissante : ainsi, avec un taux de croissance du PIB de 5,3 % en moyenne au cours de la période, la **richesse nationale sud-coréenne a quadruplé en moins de trois décennies**.



Source : Afep à partir de Bank of Korea.

Bien que violente, la crise asiatique de 1998 n'a pas enrayeré la progression de ce qui est aujourd'hui **devenu la 11^e puissance économique mondiale** (2^e pays de l'OCDE en termes de dépenses de R&D, leader mondial dans les technologies de l'information et de la communication).

Un pays en voie de « dollarisation » ? Les résultats d'une enquête

En l'absence de données, il est délicat de rendre compte de façon quantifiée des **conditions de vie** apparemment sévères imposées par le régime. Dans une enquête réalisée auprès de **231 réfugiés nord-coréens**³, la BoK s'intéresse au processus de « **dollarisation** » du pays : derrière ce terme générique souvent utilisé par le passé dans différents pays émergents (Argentine, Cambodge, Laos, Russie...), on trouve la **substitution progressive de la monnaie locale**, ici le Won nord-coréen (NKW), par des **devises étrangères** (\$ des Etats-Unis et Yuan-RMB chinois). Initiée au début des années 90 suite à la disparition de l'Union soviétique et à la fin du commerce préférentiel entre pays socialistes, la dollarisation a été permise par une certaine **ouverture aux échanges internationaux**. Ceux-ci ont fait entrer des **devises** dans le pays qui ont ensuite rejoint le **secteur informel**. Lorsque la monnaie locale est peu crédible, la détention d'une devise étrangère est un **moyen** de se protéger contre une **forte inflation** : à titre d'illustration, le **prix du riz** aurait augmenté de plus de **60 %** chaque année en moyenne entre 2003 et 2008. Toutefois, la dollarisation aurait connu une accélération après la **réforme monétaire de 2009**. Annoncée le 30 novembre, celle-ci prévoyait une **redénomination de la monnaie** (100 : 1) dans des conditions confiscatoires puisque les citoyens ne disposaient que d'une semaine pour effectuer la **conversion**, par ailleurs **plafonnée** à 100k anciens NKW⁴. Depuis, la BoK estime que le NKW est en net

recul au profit du \$ et, surtout, du Yuan-RMB : ainsi, la **devise chinoise** serait désormais le **principal moyen de paiement** dans les **régions frontalières du nord**, tout comme dans les **transactions de produits non-alimentaires** (électronique : TV, réfrigérateurs, ventilateurs ; logement). Au-delà de cette réforme, deux autres facteurs soutiendraient la dollarisation : d'une part, la **promotion implicite des devises** par les autorités dans certains secteurs (téléphonie mobile, « Narea card » dans le commerce) ; d'autre part, les **exportations** (charbon, main d'œuvre) ont pour contrepartie l'entrée de devises. Selon le renseignement sud-coréen, les **50 000 travailleurs nord-coréens** employés à l'étranger (Chine, Russie, Afrique) pourraient générer 1 à 2Md\$ de « *remittances* » (virements des immigrants) par an.

Focalisé sur les questions militaires, le débat sur la Corée du Nord tend à oublier que la politique de « byongjin » (« double poussée ») du régime s'appuie à la fois sur le développement des capacités nucléaires et de l'économie nationale. A l'instar des anciens Etats socialistes, le pouvoir doit gérer la contradiction permanente entre sa nature dictatoriale et la volonté plus ou moins implicite de favoriser l'éclosion de mécanismes de marché qui facilitent la vie quotidienne. Les rares données disponibles font en effet apparaître une économie largement sous-développée qui explique certaines situations extrêmes sur le plan humain (famines). Au « Pays du matin calme », le défi économique pourrait bien devenir la contrainte principale du régime à moyen terme.

¹ Kim Jong-Un est « Dirigeant suprême du Parti du Travail, de l'Etat et de l'Armée, 1er Président du Comité des Affaires d'Etat ».

² La frontière terrestre avec la Chine est environ 5 fois plus longue que celle avec la Corée du Sud (1 352 km vs 237 km).

³ « Dollarization in NK: Evidence from a Survey of North Korean Refugees », Mun et Jung, *East Asian Economic Review*, mars 17.

⁴ Plafond relevé à 150k NKW en cash (300k NKW pour les dépôts bancaires) suite à la colère populaire. Après son limogeage, le responsable de la réforme (Park Nam-Ki) aurait été arrêté puis, selon certaines sources, exécuté.

La formation continue, remède contre le chômage ?

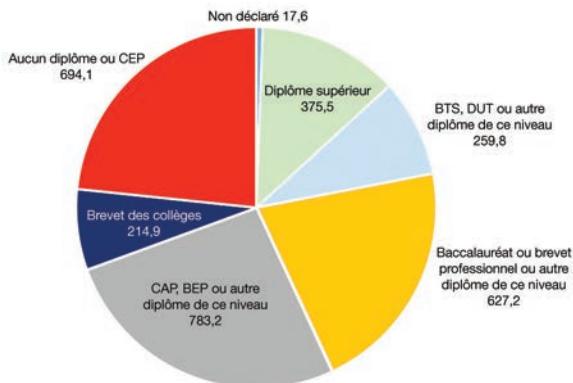
VENDREDI 15 SEPTEMBRE 2017

Le présent flash fait le point sur le niveau de qualification des chômeurs et s'interroge sur l'efficacité de la formation professionnelle pour remédier aux difficultés sur le marché du travail.

Un chômage concentré chez les peu (ou pas) qualifiés

En 2016, la France comptait près de **3,0 millions de chômeurs** au sens du BIT. La statistique publique permet de ventiler les demandeurs d'emploi selon le niveau de diplôme obtenu. Il en ressort que le chômage est **très largement concentré chez les individus peu ou pas qualifiés** (pour 8 demandeurs d'emploi sur 10), seuls 2 chômeurs sur 10 disposant d'un diplôme au moins égal au bac + 2. En affinant la ventilation de la première catégorie, on note que **plus d'un chômeur sur deux dispose d'un diplôme** (CAP, BEP, bac, brevet professionnel) alors que **trois demandeurs d'emploi sur dix n'en ont aucun** (on intègre dans cette catégorie les détenteurs d'un brevet des collèges, titre sans finalité professionnelle). Pour ces près de **910 000 demandeurs d'emploi**, la structure par âge fait apparaître une prédominance des 15-29 ans (33 %), les 30-39, 40-49 et 50-59 ans se partageant les trois autres cinquièmes à parts égales. Ceci implique que **l'absence de qualification touche toutes les catégories d'âge**.

Chômeurs selon le niveau de diplôme en 2016, France, en milliers

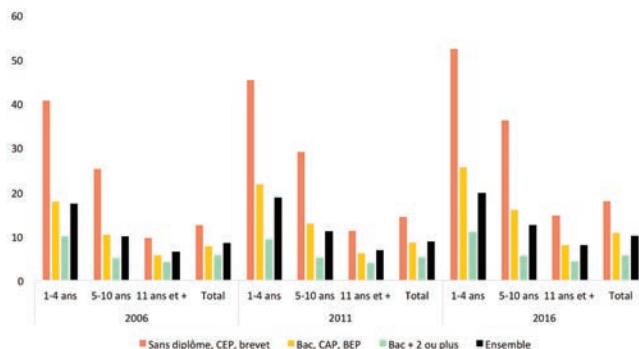


Source : Afep à partir d'INSEE.

Chômage selon la qualification depuis 2006 : la grande divergence

Cette photographie instantanée du marché du travail doit être complétée par une **approche dynamique** croisant le **niveau de diplôme** et la **durée écoulée** depuis la **sortie** du système de **formation initiale**. L'INSEE propose les taux de chômage selon cette grille de lecture pour trois années (2006, 2011 et 2016). Plusieurs conclusions s'imposent. En premier lieu, le taux de chômage est une **fonction décroissante du niveau de diplôme et du niveau d'expérience** : ainsi, en 2016, le taux de chômage pour les peu qualifiés sortis il y a moins de 5 ans du système de formation initiale était de 52 %, contre 4 % pour les plus qualifiés disposant de plus de 11 années d'expérience. Ensuite, **l'écart entre les catégories de diplôme s'est creusé depuis 2006** : là où le taux de chômage des plus qualifiés (bac + 2 et +) a peu fluctué, restant en deçà de 6 %, il a nettement progressé pour les sans-diplôme (de 12 % en moyenne à 18 %) et les titulaires d'un Bac/CAP/BEP (de 7,7 % à 10,7 %).

Taux de chômage selon le diplôme et la durée depuis la sortie de formation initiale, en %



Source : Afep à partir d'INSEE. Note de lecture : en 2016, 11,0 % des actifs ayant un diplôme de niveau bac + 2 ou plus et ayant achevé leur formation initiale depuis 1 à 4 ans sont au chômage.

La **hausse du chômage** qui a suivi la Grande récession a donc **pesé** très fortement sur les **moins qualifiés**. S'il reste un allié des chômeurs, le temps écoulé depuis la sortie de formation initiale réduit moins qu'il y a dix ans les écarts relatifs : ainsi, le ratio taux de chômage des non-diplômés / taux de chômage des diplômés bac +2 et plus selon le niveau d'expérience est passé de 4,1 (1-4 années d'expérience) à 2,3 (11 et +) en 2006 à une baisse de 4,8 à 3,4 en 2016.

Formation professionnelle des chômeurs : le remède miracle ?

Face au constat qui précède, le débat public met régulièrement l'accent sur la nécessité de **renforcer la formation** des demandeurs d'emploi afin d'améliorer leur « **employabilité** ». Une formation adaptée peut en effet faciliter l'insertion (ou la réinsertion) professionnelle en faisant mieux correspondre l'offre et la demande de travail. C'est le sens de la **recommandation** du Conseil européen adressée à la France en 2017 : « *améliorer l'accès au marché du travail des demandeurs d'emploi (...) en revoyant le système d'enseignement et de formation professionnels* ». Toutefois, comme le rappelle une étude de la DG Trésor², « *la formation continue se substitue difficilement à la formation initiale* » : des **carences** dans les **matières fondamentales** (lecture, écriture, numératie) **sont délicates à combler ex post**. Cette relation de nature asymétrique explique en partie les **quatre inégalités** d'accès à la formation professionnelle recensées par l'économiste Marc Ferracci³ : entre les **chômeurs** (taux d'accès à la formation de 39 %) et les **salariés** (58 %) ; entre les **diplômés du supérieur** (67 %) et les **non-diplômés** (26 %) ; entre les **jeunes** (61 %) et les **seniors** (26 %) ; entre les titulaires d'un **emploi temporaire** et ceux disposant d'un **emploi permanent** (les premiers ayant une probabilité de suivre une formation de 25 % inférieure à celle des seconds). S'agissant de l'**impact économique** de la formation continue, Ferracci estime que l'effet net est **négatif sur la durée du**

chômage (+ 100 jours en moyenne en raison du phénomène dit de « *lock-in* », qui éloigne temporairement le demandeur d'emploi du marché) et **positif sur la durée de l'emploi retrouvé** (+ 330 jours). Ce deuxième effet serait d'autant plus marqué que la **durée de formation** est longue et vise la **qualification** de l'individu. Par ailleurs, l'efficacité de la formation des chômeurs serait la plus élevée lorsqu'elle intervient durant la **première année** de chômage.

Avec huit demandeurs d'emploi sur dix disposant tout au plus d'un baccalauréat (dont 3/10 n'ont aucun diplôme), le chômage en France est largement concentré sur les individus les moins qualifiés. La Grande récession de 2008-2009 a renforcé le clivage entre les catégories, la crise pesant essentiellement sur l'emploi de ces derniers. Ceci rappelle que, au-delà des tendances macroéconomiques, il n'existe pas un mais plusieurs marchés du travail relativement étanches. Favoriser l'accès à l'emploi des moins qualifiés suppose donc de s'attaquer aux causes de leurs difficultés avec une stratégie globale : côté demande de travail, plusieurs dispositifs d'allègement du coût du travail des peu qualifiés existent déjà ; côté offre, le développement de la formation apparaît comme l'instrument privilégié pour garantir un socle de compétences permettant l'exercice d'un métier. Toutefois, si elle peut constituer un outil efficace, la formation professionnelle n'est en aucun cas un « remède miracle » qu'il suffirait d'administrer de façon indifférenciée. Au contraire, l'appréhension de chaque situation individuelle doit être la priorité pour évaluer précisément les besoins (formation ou non ; durée de celle-ci ; nature des contenus...).

¹ Par souci de simplicité, on assimile ici les périodes post-sortie de formation initiale à des expériences professionnelles.

² « Formation initiale et continue : quels enjeux pour une économie fondée sur la connaissance ? », Trésor-éco n° 165, mars 16.

³ « L'Impact de la formation sur les trajectoires professionnelles », M. Ferracci, présentation à France Stratégie, 10 juillet 2015.

Créances douteuses : un enjeu européen

JEUDI 13 JUILLET 2017

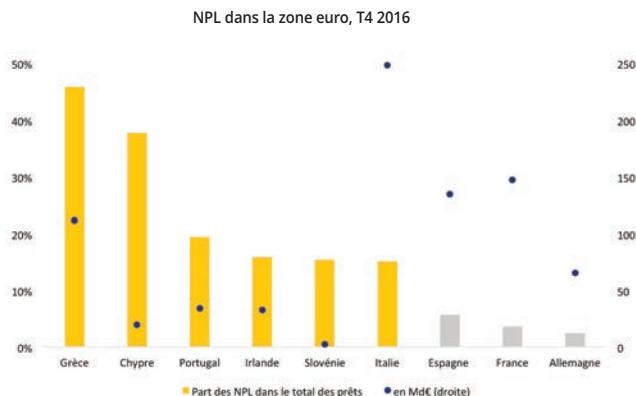
Le présent flash se penche sur la question des « créances douteuses » détenues par les banques européennes afin de comprendre son enjeu macroéconomique.

« Créances douteuses » : de quoi parle-t-on ?

Selon la définition officielle de la BCE, « un **prêt bancaire** est considéré comme **non performant lorsque plus de 90 jours se sont écoulés sans que l'emprunteur ait versé les tranches ou les intérêts prévus**. Ces prêts non performants sont appelés « **créances douteuses** ». Les « **NPL** » (« *Non performing loans* ») font référence à trois types de créances : les créances en défaut, proches du défaut et celles pour lesquelles il existe des raisons de croire que le recouvrement du principal et des intérêts est improbable, quelle que soit la durée du retard. Pour une banque, la détention d'une créance douteuse lui impose de **provisionner davantage de fonds propres** et a un impact négatif sur sa **rentabilité**. De ce fait, l'activité de crédit peut pâtir de la situation, entraînant ce que les économistes nomment une « **perturbation dans la transmission de la politique monétaire** » : confrontés à une contrainte croissante, les intermédiaires que sont les banques ne répercutent qu'imparfaitement l'orientation monétaire donnée par la banque centrale.

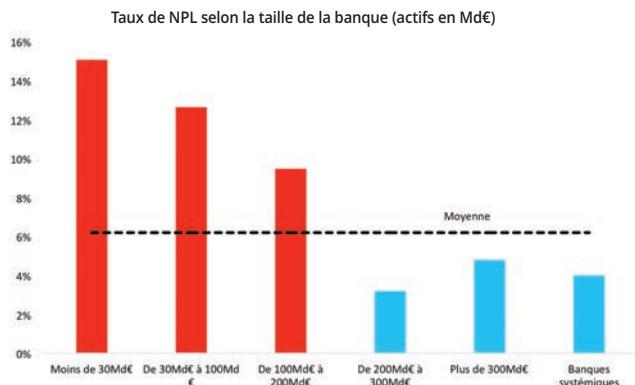
Combien et où ? Une quantification du phénomène

Selon les statistiques officielles de la Supervision bancaire européenne, le montant global des NPL au dernier trimestre 2016 s'élevait à **880Md€**, soit **6,2 %** du total des **prêts** consentis au sein de la zone euro. Après un pic à 8 % en 2013, ce ratio s'inscrit donc en baisse mais reste bien supérieur à son niveau d'avant-crise (2,4 % en 2007). Surtout, il recouvre des situations hétérogènes, avec **6 pays** qui présentent un ratio à deux chiffres. Pris de façon agrégée, ce « groupe des 6 » concentre la moitié des NPL de la zone €, **l'Italie** représentant à elle seule **28 %** du total des créances douteuses (cf. flash du 21/07/16). Malgré des montants importants en valeur absolue, la part des NPL est nettement plus faible dans les autres principales économies européennes : moins de 6 % en Espagne, 3,6 % en France, 2,5 % en Allemagne.



Source : Afep à partir de BCE.

60 % des créances douteuses seraient liées à des prêts consentis à des **sociétés non financières**, le reste se rapportant aux prêts accordés aux ménages. Du point de vue du risque pour le bilan des banques, le **taux de couverture moyen** des NPL est de **82 %**, relativement homogène au sein de l'union monétaire. Il se décompose de la façon suivante : **46 points** sont liés aux **provisions** réalisées selon les règles comptables applicables et **36 points** sont liés aux **collatéraux** associés aux NPL. D'un point de vue microéconomique, le taux de créances douteuses serait une **fonction décroissante de la taille des banques**, avec un rapport de 1 à 5 entre les établissements les plus touchés et ceux parmi les moins concernés. Par ailleurs, il frapperait plus les institutions avec des **expositions essentiellement domestiques** (taux de NPL de 13 %) que les banques géographiquement diversifiées (de 3 % à 7 %).



Source : Afep à partir de BCE. Banques « systémiques » au sens du Financial Stability Board.

Comment expliquer la persistance des NPL ? Quelles sont les solutions possibles ?

Face à l'ampleur et à la persistance du phénomène, il importe d'en comprendre les **causes** afin de rechercher les **solutions** les plus adaptées. Dans un discours récent¹, V. Constâncio, vice-président de la BCE, est revenu sur ces deux questions majeures. Sur le premier point, il rappelle que des **obstacles** existent des deux côtés du marché. **Côté demande**, l'**asymétrie d'information** entre le vendeur et l'acheteur conduit à un équilibre sous-optimal où seuls les produits de mauvaise qualité sont échangés. En outre, la demande peut être freinée par un **cadre juridique** inefficace où le recouvrement des créances est long et imprévisible. **Côté offre**, la réticence à **réaliser des pertes** (et l'impact associé sur les provisions) ainsi que l'effet de réputation négatif associé au « *first-mover* » sont des problématiques sérieuses. Il en résulte un **écart significatif** entre la **valeur marchande** d'un NPL et sa **valeur comptable** (« *book value* ») : selon certaines estimations, un investisseur privé pourrait ainsi demander une **décote** d'environ **40 %**. Sur le second point, Constâncio

juge nécessaire la mise en place d'une **stratégie globale** où chaque acteur (banques, marché, Etat) aurait un rôle à jouer². En amont, la **restructuration** en interne des NPL fait partie des mesures conseillées. En aval, la **vente directe aux investisseurs** est une option complémentaire, à condition qu'une liquidité de marché suffisante existe. Entre les deux, des solutions associant le **marché** et la **puissance publique** (protection des actifs, compagnies de gestion d'actifs ad hoc) complèteraient la boîte à outils disponible. Outre son rôle d'apporteur de garanties, l'**Etat** doit engager des réformes visant à **réduire les asymétries d'information** (qualité et accessibilité de l'information financière) et à **améliorer le fonctionnement des procédures judiciaires et extra-judiciaires**. A titre d'illustration, S. Lautenschläger, membre du directoire de la BCE, rappelait récemment (FT du 4/7/17) que, dans certains pays, la **reprise de possession d'un collatéral** pouvait durer jusqu'à **12 ans**.

« Si vous devez 100€ à votre banque, vous avez un problème. Si vous lui devez 1M€, c'est elle qui a un problème ». Cet adage financier bien connu rappelle le lien étroit existant entre les institutions financières et l'économie dite « réelle ». En effet, toute « créance douteuse » traduit une difficulté de l'emprunteur, qu'il s'agisse d'une entreprise ou d'un ménage. L'accélération de l'activité en Europe est donc une bonne nouvelle qui devrait freiner le flux des « NPL ». Toutefois, elle ne suffira pas à apurer la totalité d'un stock alimenté par des années de crise. Malgré des situations hétérogènes selon les pays, une stratégie européenne apparaît nécessaire pour traiter la question (cf. Ecofin du 11 juillet 2017). Il s'agit d'un enjeu majeur compte tenu du rôle joué par les banques dans le financement de l'économie continentale à l'heure où ces dernières font face à de nombreux défis (profitabilité, consolidation, mutations technologiques...).

¹ « Resolving Europe's NPL burden : challenges and benefits », V. Constâncio, Speech at Brussels, 3 February 2017.

² Cf. figure B1 de « Addressing market failures in the resolution of NPL in the euro area », Financial Stability Review, nov. 2016.

Chômage en France : quelles priorités pour l'action publique ?

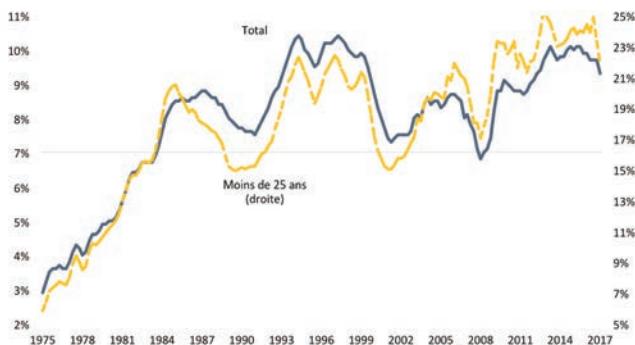
VENDREDI 19 MAI 2017

Le nouveau Président de la République s'est donné pour objectif que le taux de chômage de la France soit de 7 % en 2022. Le présent flash fait le point sur l'évolution du chômage au cours des dernières années en étudiant plus spécifiquement sa composante structurelle.

7 % de chômage en France : un objectif crédible ?

A 9,3 % au premier trimestre (T1) de 2017, le taux de chômage connaît une légère baisse depuis le pic du T3 2015 (10,1 %). Toutefois, ce taux avoisine les 10 % depuis 2013, soit la deuxième période la plus longue à ce niveau après 1993-1999. Depuis le milieu des années 80 et le passage à un régime marqué par un nombre élevé de chômeurs, le pays a connu **trois brèves périodes** où le taux de chômage a approché et, dans certains cas, atteint 7 % de la population active : au début des années 90, au début des années 2000 et enfin juste avant la crise économique et financière en 2007. Sur les trente dernières années, un **taux de chômage à 7 %** est donc plus **l'exception que la règle**. A population active constante, faire passer le taux de chômage de 9,3 % à 7 % suppose de **réduire** en 5 ans le nombre de demandeurs d'emploi au sens du BIT¹ de **660 000**, soit une baisse significative. Pour retrouver une baisse d'un même ordre de grandeur, il faut remonter à la période **1997-2001**, au cours de laquelle la croissance économique était de 3 % par an, ce qui avait permis un recul du nombre de demandeurs d'emploi de 713 000.

Taux de chômage France, en % de la population active



Source : Afep à partir d'INSEE. France métropolitaine.

Hausse parallèle du chômage et du nombre d'emplois vacants : le paradoxe français

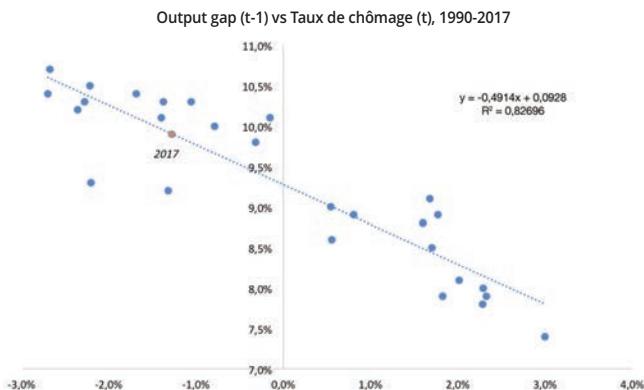
L'économie française connaît une situation **paradoxe**. En effet, outre les problématiques traditionnelles signalées par les entreprises (difficultés d'ajustement du temps de travail, des salaires, des effectifs), le marché du travail hexagonal se caractérise par la cohabitation entre, d'une part, un **chômage massif** et, d'autre part, des **difficultés croissantes de recrutement** pour les entreprises. Dans le cadre d'une enquête européenne récente (WDN, cf. flash éco du 12 mai), la Banque de France (BdF)² révèle qu'il s'agit là du premier motif de difficulté constaté par ces dernières entre 2010 et 2013. Une hausse parallèle du taux de chômage et des difficultés de recrutement signifie que les **caractéristiques des demandeurs d'emploi ne correspondent pas aux attentes des entreprises** : d'un point de vue économique, cette combinaison suggère une **hausse du taux de chômage structurel**. La « *courbe de Beveridge* », qui représente la relation entre le chômage et les vacances d'emploi, se serait ainsi déplacée « vers la droite » (cf. illustration en annexe). Dans une étude récente³, la BdF indique que « *l'Espagne et la France apparaissent comme les pays les plus touchés par la hausse de l'inadéquation entre l'offre et la demande d'emploi (...). Cette hausse reflète principalement la forte baisse du taux d'emploi des individus les moins qualifiés, qui ont été les plus touchés par la hausse du chômage* ». Pour améliorer le fonctionnement du marché du travail, la BdF propose 3 pistes : agir sur les **compétences** par la formation professionnelle, encourager la création d'emplois correspondant aux **chômeurs non qualifiés** et renforcer la **mobilité géographique**.

Quel est le taux de chômage structurel en France ?

Essentiel pour déterminer les choix de politique économique, le concept de **taux de chômage structurel** se heurte à une difficulté

importante dans la mesure où il ne peut être mesuré et doit être estimé. Une approche couramment utilisée par les économistes est celle de « l'output gap » (OG, ou écart de production, cf. flash du 29/04/16) afin de répondre à la question suivante : **vers quel niveau de chômage le rattrapage des effets de la crise économique permet-il de converger ?** Pour ce faire, un simple modèle économétrique est construit à partir de la base de données de la Commission européenne. Il ressort de ce modèle un taux de chômage structurel estimé à **9,3 %** : en effet, lorsque l'écart de production est entièrement résorbé (OG = 0), la composante conjoncturelle du chômage disparaît. Au-delà, une accélération de l'activité (OG > 0) fait baisser le chômage conjoncturel sans toutefois modifier son niveau structurel « à politique inchangée » (pas de réforme du marché du travail, de l'UNEDIC...). L'évolution du **chômage de longue durée** (i.e. dont la durée est supérieure à 1 an) offre une perspective complémentaire intéressante : entre le creux d'avant-crise en 2008 et la fin 2016, le chômage de longue durée a quasiment doublé en taux (passant de 2,4 % à 4,1 %) et en valeur absolue (de 681 000 à 1,2 million). Plus la **durée** du chômage est longue, plus la **difficulté** de retrouver un emploi est grande, y compris en phase de reprise.

Sujet central du débat public, le chômage de masse est un défi national qu'il faut affronter avec lucidité. Pour ce faire, le préalable est de lever rapidement un malentendu : hors contrats aidés et recrutement public (fortement contraints par la situation financière du pays), l'Etat n'a pas de prise directe sur son évolution, qui dépend de décisions microéconomiques prises dans un environnement de marché. Dans ce contexte, l'action publique pourrait se donner deux priorités : créer les conditions pour amplifier la reprise et agir sur la composante structurelle du chômage. La première est justifiée par la situation encore convalescente de l'économie française. Elle exige une politique économique lisible qui poursuive l'objectif de renforcement de la compétitivité (coût et hors coût) du pays. La seconde représente un chantier d'une ampleur considérable qui ne portera ses fruits que sur le moyen terme. Améliorer l'appariement sur le marché du travail suppose en effet d'agir à la fois sur la demande et l'offre de travail. Seule une approche intégrée associant l'ensemble des acteurs publics et privés permettra de répondre aux défis les plus urgents (informer, former, accompagner) en adaptant la réponse au plus près du terrain.



Source : modélisation Afep à partir d'AMECO. Output gap en abscisse, taux de chômage en ordonnée.

¹ Personne en âge de travailler (15 ans ou plus) répondant à 3 conditions : être sans emploi, être disponible dans les 15 jours, avoir recherché activement un emploi dans le mois précédent.

² « The behaviour of French Firms during the Crisis : Evidence from the WDN survey », Jadeau, Jousselin, Roux, Verdugo.

³ « La courbe de Beveridge dans la zone euro depuis la crise : une hausse du chômage structurel depuis 2010 », Bulletin n° 198.

TARGET-2 : la cible idéale ?

VENDREDI 21 AVRIL 2017

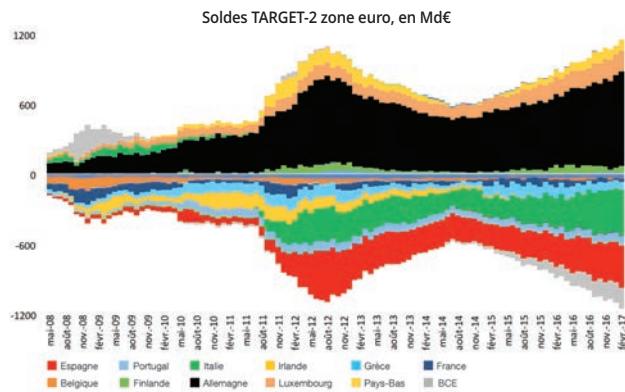
Le présent flash explique le fonctionnement de « TARGET-2 », l'un des mécanismes de règlement des transactions au sein de la zone euro, qui fait l'objet de débats passionnés.

Qu'est-ce que TARGET-2 ?

Principale plate-forme européenne de traitement des paiements, **TARGET** signifie « *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* ». Utilisé à la fois par les banques centrales et les banques commerciales, il permet l'exécution des **paiements électroniques** et, pour 38 % d'entre eux, **transfrontaliers, en temps réel**. En 2015, TARGET-2 (T-2) a procédé au règlement de **340 000 transactions/jour** pour un montant quotidien moyen de **1 800Md€**. En 5 jours, c'est donc l'équivalent du PIB de la zone euro qui transite par ce système. Si une transaction sur dix avait une valeur supérieure à 1M€, deux tiers portaient sur des montants unitaires inférieurs à 50k€. Dans son ouvrage de 2014¹, l'économiste allemand **Hans-Werner Sinn** détaille le mécanisme à l'œuvre lorsque la banque centrale est impliquée en prenant l'exemple d'un **Espagnol** achetant un **actif** (la nature de ce dernier n'a pas d'importance) à un **vendeur néerlandais** : cet achat amène la banque centrale néerlandaise (NDB) à régler la transaction à la banque commerciale du vendeur au nom de la banque centrale espagnole (BDE), qui elle-même agit au nom de la banque commerciale de l'acheteur. La NDB procède au règlement et acquiert en échange une **créance** contre l'Eurosystème (la BCE et les banques centrales nationales de la zone €), tandis que la BDE acquiert, elle, une **dette** contre ce dernier.

L'évolution de TARGET-2 depuis la Grande récession

Publiés par la BCE depuis seulement septembre 2015 après plusieurs années de polémiques (voir ci-dessous), les **séries de balances TARGET** disponibles commencent à l'instauration de T-2, le système de « seconde génération » qui a pris le relais du système initial en mai 2008. Il existe au total **21 balances** vis-à-vis de l'Eurosystème : une pour chaque Etat membre (19), la balance du « reste du monde » et celle de la BCE. A chaque instant, la somme des 21 balances est égale à zéro.



Source : Afep à partir de BCE.

Deux faits saillants apparaissent des données : 1) si une balance TARGET évolue au cours du temps et peut prendre des signes différents selon la période considérée, **deux catégories de pays** se dessinent assez clairement avec, d'un côté, certains **Etats du Nord** de l'Europe (Allemagne de façon très marquée, Luxembourg, Pays-Bas, Finlande) aux **soldes positifs** et, de l'autre, plusieurs **pays du Sud** (Italie, Espagne, Portugal, Grèce), aux **balances déficitaires** ; 2) le **solde TARGET total**, qui mesure la somme des balances de même signe, est passé de moins de **500Md€** jusqu'à la mi-2011 à un premier pic de près de **1 100Md€** en **août 2012** avant de refluer en 2013 et 2014. Depuis 2015, il est reparti nettement à la hausse avec le « *quantitative easing* » de la BCE et a dépassé le premier pic de l'été 2012 en **janvier 2017**.

Comment faut-il interpréter les évolutions de TARGET-2 ?

Auteur de nombreux travaux précurseurs en la matière qui ont contribué à porter la question au débat public, **Sinn** se montre **très critique** sur les évolutions de T-2 : pour lui, la forte croissance du solde constatée depuis la crise n'est rien d'autre qu'un **plan de renflouement massif** « déguisé » des pays du Sud. Le mécanisme

est le suivant : avec le **gel du marché interbancaire** européen², les banques des pays du Sud auraient été contraintes de se refinancer auprès de leurs banques centrales nationales (BCN) qui ont, dans le même temps, assoupli les critères d'éligibilité des collatéraux³. Les BCN du Sud auraient ainsi fait marcher « **la planche à billets** », permettant à ces économies de se financer « comme si de rien n'était » au prix d'un gonflement des dettes T-2. Ceci aurait ralenti la correction des déséquilibres construits avant la crise et introduit une facilité permanente du fait de **l'absence de mécanisme de règlement des soldes**. Compte tenu du risque encouru selon lui par le contribuable en cas de sortie de la zone € d'un Etat au solde débiteur, Sinn juge nécessaire d'introduire un règlement des soldes à l'instar de ce qui est réalisé chaque année aux **Etats-Unis**. Il propose plusieurs pistes : rétablissement de la « discipline de marché » en restreignant le champ des collatéraux éligibles ou en augmentant le taux d'intérêt sur les débits T-2, obligation pour un pays débiteur de régler ses engagements au bout d'un certain temps avec un actif sûr (or, titres adossés à l'or). Si l'analyse de Sinn traduit un **courant de pensée** présent en Europe, elle est **loin de faire l'unanimité**, y compris en Allemagne : pour le DIW⁴, T-2 serait une « **ancree de stabilité** » qui a permis d'éviter une récession encore plus grave et a protégé les autres pays, dont l'Allemagne. En effet, les investisseurs outre-Rhin ont pu réduire leur exposition aux pays en crise sans brader leurs actifs et les entreprises poursuivre leurs exportations. Pour **P. Cour-Thimann**, qui a publié un article complet sur la question⁵, les balances T-2 doivent être interprétées **avec précaution** dans la mesure où elles ne reflètent que très imparfaitement les besoins de financement des économies (absence des transactions en cash, impact des mouvements intra-groupes bancaires...). Pour elle, les divergences de T-2 sont le **symptôme** et **non la cause** des tensions intra-zone euro. De plus, contrairement à la thèse de Sinn, Cour-Thimann estime que T-2 n'a pas organisé de transferts entre pays (Nord → Sud) mais entre **catégories d'acteurs** (privé → public), mutualisant *de facto* les risques compte tenu du fonctionnement de l'Eurosystème. Limiter les soldes T-2 reviendrait

à renoncer au principe selon lequel « **1€ = 1€** » au sein de l'union monétaire. Plutôt que de copier le modèle des Etats-Unis, qui ne lui semble pas pertinent pour trois raisons (absence de budget fédéral, décentralisation et modalités de mise en œuvre de la politique monétaire) Cour-Thimann suggère de s'attaquer aux **causes profondes** des déséquilibres reflétés dans T-2. Pour ce faire, les pays les plus fragiles doivent se redonner les moyens d'attirer les **capitaux privés** au travers d'une politique économique plus soutenable ; au niveau de la zone €, **l'union bancaire** doit permettre de limiter la « fragmentation financière » (cf. flash du 28/11/14).

Depuis la Grande récession, l'interventionnisme croissant des banques centrales à travers le monde interroge : est-ce pour le meilleur et/ou pour le pire ? Si la complexité des enjeux ne permet pas d'apporter de réponses aussi tranchées, il apparaît que la BCE et les banques centrales nationales ont joué pleinement leur rôle de fourniture de liquidités, se substituant au marché au plus fort de la crise dans les pays les plus en difficulté. Légitime et instructif, le débat sur TARGET-2 doit être dépassionné et remis en perspective : aussi précieux soit-il, un indicateur agrégé ne peut, à lui seul, tout expliquer. De plus, détecter les symptômes ne permet de trouver le traitement adapté qu'à la condition de bien identifier le sens causal pour traiter les causes et non les symptômes. En l'espèce, le problème n'est pas le niveau des soldes TARGET mais la fragmentation financière et les divergences économiques entre les Etats membres. C'est la réponse à ces deux défis qui déterminera l'avenir de l'union économique et monétaire.

¹ « The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs », Hans-Werner Sinn, Oxford University Press, 2014.

² Particulièrement actif avant 2007, d'où des soldes TARGET très limités entre la création de l'euro et la veille de la crise : en effet, les flux de paiement sortants étaient alors aisément compensés par des flux entrants grâce au financement de marché.

³ Toute opération de refinancement implique la présentation par la banque commerciale d'un « collatéral » (ou garantie) doté d'un « haircut » (ou décote de protection). Exemple : un collatéral de 1M€ permet d'obtenir un financement de 800k€.

⁴ « TARGET Balances – An Anchor of Stability », Fratzscher, König, Lambert, DIW Economic Bulletin, 11.12.2013.

⁵ « TARGET Balances and the Crisis in the Euro Area », P. Cour-Thimann, CESifo, April 2013, volume 14.

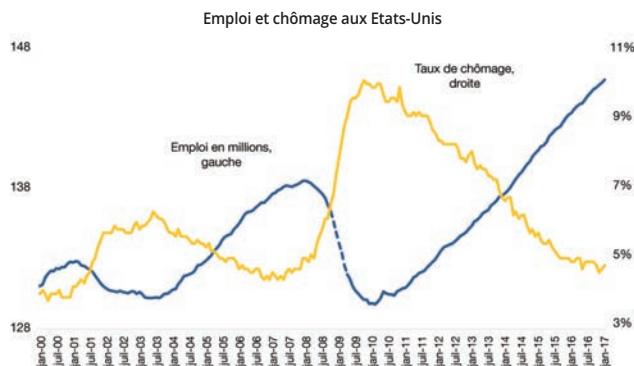
« Jobs, jobs, jobs » : le paradoxe des Etats-Unis ?

VENDREDI 17 MARS 2017

Le présent flash se penche sur l'apparent paradoxe nord-américain entre, d'une part, la situation globalement favorable du marché du travail outre-Atlantique et, d'autre part, l'importance de la priorité politique accordée à la création d'emplois sur le territoire national.

Approche nationale : un marché du travail proche du plein-emploi

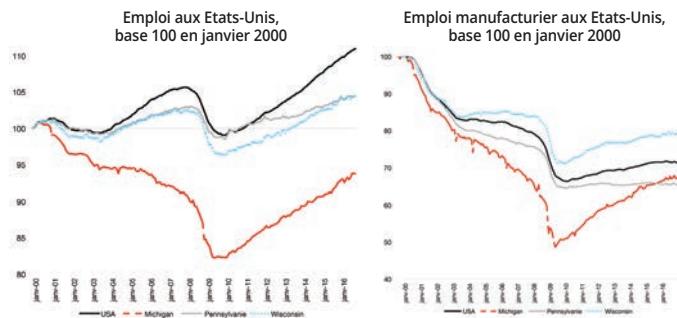
Légèrement inférieur à 5 % depuis le milieu de l'année 2016, le **taux de chômage** aux Etats-Unis a été divisé par deux depuis le pic consécutif à la Grande récession (10 % en octobre 2009). Après le creux atteint début 2010, le **volume d'emploi** a retrouvé son niveau d'avant-crise dès le deuxième trimestre 2014. Depuis, l'économie nord-américaine a créé plus de **7 millions d'emplois supplémentaires**. Si certains indicateurs demeurent problématiques (bien qu'en baisse, la part du chômage de longue durée reste supérieure à son niveau d'avant-crise ; le taux d'activité n'a fait qu'enrayer sa chute au cours des mois récents), la Réserve fédérale met en avant l'**amélioration générale du marché du travail** qui justifie, avec d'autres indicateurs (croissance, inflation), le resserrement progressif de sa politique monétaire entamé fin 2015. Dans la décision rendue le 15 mars, la Fed, qui a décidé de relever le taux des Fed funds (la fourchette de taux passe ainsi à 0,75 % / 1 %), estime que « *the labor market has continued to strengthen (...) job gains remained solid and the unemployment was little changed* ».



Source : Afep à partir de BLS.

Michigan, Pennsylvanie, Wisconsin : quand trois Etats basculent...

Le 8 novembre dernier, Donald J. Trump a remporté l'**élection présidentielle** avec 306 grands électeurs, contre 232 à Hillary R. Clinton². Si la victoire de cette dernière au suffrage direct a été largement relayée (65,9 millions contre 62,9 millions), le **détail par Etat** est, lui, passé relativement inaperçu. Pourtant, il est indispensable d'analyser les résultats dans les « *Swing states* » compte tenu du mode de scrutin. De façon plus détaillée, **quatre Etats** ont connu des scores particulièrement serrés, dans la marge d'erreur statistique : **Floride** (où D. Trump l'a emporté avec une avance de 2,5 %, pour 29 grands électeurs), **Wisconsin** (1,6 %, 10 grands électeurs), **Pennsylvanie** (1,5 %, 20 grands électeurs) et **Michigan** (0,5 %, 16 grands électeurs). Dans ces trois derniers Etats, la dernière victoire du candidat républicain remontait à **1984** (Wisconsin) et à **1988** (Michigan et Pennsylvanie). D'un point de vue économique, la comparaison des taux de chômage n'apporte pas d'évidents éléments de différenciation, les écarts étant, fin 2016, contenus (inférieurs à + 1 point pour le Michigan et la Pennsylvanie) voire négatifs (le taux de chômage du Wisconsin était ainsi inférieur à la moyenne nationale).



Source : calculs Afep à partir de BLS.

En revanche, une approche plus générale du marché du travail depuis le début du 21^e siècle permet d'établir que : 1) les trois Etats ont une **population active** qui augmente moins vite que la moyenne (elle décroît même dans le Michigan) ; 2) en lien avec ce moindre dynamisme, le **volume d'emplois** a connu une évolution moins favorable que la moyenne, ceci étant particulièrement visible dans le Michigan ; 3) les trois Etats, qui se caractérisent par une **fraction de l'emploi manufacturier** dans l'emploi local supérieure à la moyenne nationale, ont été particulièrement frappés par le recul de l'industrie.

Polarisation du vote et commerce international : quels liens ?

La campagne électorale présidentielle de 2016 a été marquée par d'intenses débats sur l'impact social du **libre-échange**. Un certain consensus transpartisan est apparu à cette occasion, mettant en avant le rôle prétendument négatif de la **Chine** dans l'emploi aux Etats-Unis. Dans un article de recherche récent³, Autor, Dorn, Hanson et Majlesi étudient les liens entre le **comportement électoral** aux scrutins relatifs à la Chambre des représentants et l'**exposition aux importations chinoises** au niveau local sur la période 2002-2010. Ils trouvent que les circonscriptions ayant connu les plus fortes progressions en termes de pénétration des importations chinoises ont eu tendance à élire des **représentants de plus en plus éloignés du centre de leur parti**⁴, à la fois côté républicain (émergence du « *Tea Party* ») et côté démocrate. Plus qu'une **polarisation croissante entre les deux grands partis traditionnels**, les auteurs soulignent l'importance des **évolutions au sein** de ces derniers à la faveur des rotations électorales (la Chambre est renouvelée entièrement tous les deux ans), cet effet étant particulièrement sensible pour les élus républicains. De fait, la seule **étiquette d'appartenance** semble **insuffisante** pour caractériser les élus. Elle conduirait même à des interprétations erronées : selon

Autor et al, « *Were we to analyze only party vote shares and the party affiliation of victors, we would erroneously conclude that trade shocks had a negligible effect on the ideological composition of Congress* ».

« *Bring our jobs back* » : efficace d'un point de vue politique, ce slogan peut toutefois apparaître paradoxal dans un pays proche du plein-emploi. Pour le comprendre, une analyse territoriale est nécessaire : en l'espèce, lesdits « jobs » font référence à des emplois de certains Etats historiquement spécialisés dans la production industrielle. La forte pondération de ces Etats dans le discours politique est directement liée au mode de scrutin. Ainsi, en 2016, trois d'entre eux ont fait basculer l'élection de justesse. La critique virulente de l'étranger (Chine, Allemagne...) ne cacherait-elle pas un besoin, plus profond, de rééquilibrage interne (entre les aires géographiques, les individus...) ? Loin d'être exclusivement nord-américain, ce débat traverse l'ensemble des économies « avancées ». Confrontées à des mutations d'ampleur, elles doivent rechercher des solutions nouvelles si elles souhaitent relever avec succès le défi des « gagnants » contre les « perdants » de la mondialisation.

¹ Federal Reserve press release, March 15, 2017.

² Pour mémoire, le seuil à atteindre pour remporter l'élection est de 270 grands électeurs.

³ « Importing Political Polarization? The Electoral Consequences of Rising Trade Exposure », Autor et al, December 2016.

⁴ La sensibilité politique de chaque représentant est mesurée par un indice qui prend en compte son historique de vote.

« Fiscal dominance » : le retour de l'Etat banquier central ?

VENDREDI 3 MARS 2017

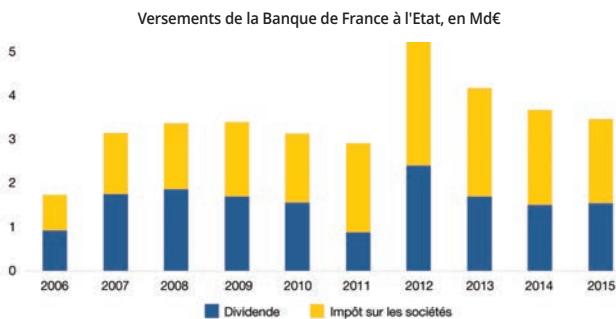
Dans un contexte marqué par des dettes publiques élevées et des politiques monétaires expansionnistes, le présent flash s'interroge sur le risque de « reprise en main » de la banque centrale par l'Etat.

Seigneuriage », « financement monétaire », article 123... : de quoi parle-t-on ?

Les **administrations publiques** disposent de deux sources principales de financement : les **recettes publiques** (prélèvements obligatoires et recettes non fiscales) et, lorsque leur solde est déficitaire, l'émission de **titres de dette**, créant une contrepartie pour l'économie. Elles disposent également d'une relation privilégiée avec la **banque centrale** : ainsi, dans le cadre de son activité régulière, cette dernière a le **monopole d'émission** de la monnaie fiduciaire, dont la valeur faciale est supérieure à son coût de production. Par exemple, selon la Réserve fédérale des Etats-Unis, le coût de fabrication d'un billet de 1\$ est de 4,9 cents, tandis que celui d'un billet de 100\$ est de 12,3 cents. L'écart entre la valeur faciale de la monnaie et son coût de production est appelé **recette de « seigneuriage »**, référence historique à l'époque où les pièces étaient constituées de métaux précieux (or, argent, bronze). Selon la définition officielle de la Banque de France, « *ce revenu monétaire est égal au revenu annuel tiré des actifs détenus en contrepartie des billets mis en circulation* ». Perçu par la banque centrale, le **seigneuriage est reversé** en grande partie au **Trésor** sous forme de **dividende** (voir illustration pour la France ci-dessous). Dans la relation entre l'Etat et la banque centrale, il est également parfois question de « **financement monétaire** » : derrière cette appellation impropre¹ se cache le financement **direct** du Trésor par la banque centrale. Si elle a longtemps constitué un moyen aisé de financement pour les Etats, cette **pratique** est aujourd'hui **prohibée** ou largement encadrée dans la plupart des grandes économies. Dans la zone euro, c'est l'**article 123** du Traité de fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) qui formalise l'interdiction du financement direct des Etats. Contrairement à ce qui est parfois indiqué, l'interdiction faite à la Banque de France de financer directement l'Etat date de **1993**, dans la foulée de la signature du Traité de Maastricht, et non à la loi dite « **Pompidou** » de 1973.

Dividende, impôt sur les sociétés : une Banque de France profitable au budget de l'Etat

Selon les rapports annuels de la Banque de France, la **banque centrale** aurait versé, en moyenne annuelle, **3,4Md€** à l'Etat au cours de la période 2006-2015 dont près de **1,9Md€** au titre de l'**impôt sur les bénéficiaires** et **1,6Md€** au titre du **dividende**, ce dernier étant classé, du point de vue des comptes publics, comme un « *produit de participation de l'Etat dans des entreprises financières* ».



Source : Afep à partir des rapports annuels de la Banque de France.

Si le **dividende effectivement perçu** par l'Etat aurait été, à plusieurs reprises, **inférieur** à son **dividende théorique**², la répartition du **résultat distribuable** de la Banque de France suit une clé de partage **¾ Etat - ¼ BdF**. Pour cette dernière, l'objectif est d'assurer sa viabilité financière, gage d'indépendance, et de compléter la couverture de son régime spécial de retraite. Malgré la baisse d'un tiers de ses produits nets depuis 2012, dans un contexte de forte baisse des taux d'intérêt (à titre d'exemple, le produit des intérêts sur les opérations de refinancement serait passé de 1,9Md€ en 2012 à 85M€ en 2015), le résultat de la Banque reste largement positif, avec un **bénéfice net de 2,2Md€** en 2015.

Va-t-on vers la fin de l'indépendance des banques centrales ?

A la suite des années 70, où l'inflation élevée dominait les débats, la plupart des pays avancés ont choisi de modifier le statut de leur banque centrale. En effet, selon le consensus académique et politique d'alors, le meilleur levier de lutte contre l'inflation résidait dans un cadre institutionnel où une institution spécialisée serait en charge d'un mandat strict (la stabilité des prix) à l'abri des pressions politiques (indépendance vis-à-vis de l'Etat, responsabilité devant le Parlement). Au vu de la nette désinflation constatée au cours des années 90 et 2000 (aux causes multiples, cf. flash du 21/10/16), les banques centrales ont-elles « trop bien réussi » ? Toujours est-il que les critiques (souvent contradictoires) à leur encontre se multiplient : au niveau de la zone €, la BCE mènerait, pour les uns, une politique trop axée sur l'inflation négligeant l'activité économique et, de ce fait, asymétrique (préférence pour une inflation trop basse) ; pour les autres, sa politique serait, au contraire, trop « laxiste » et « ruinerait » les épargnants. Au niveau politique, la question de la « reprise du contrôle » de la politique monétaire par l'Etat revient en force, avec deux candidats à l'élection présidentielle française qui proposent de rétablir le financement direct du Trésor par la banque centrale (l'un au niveau national, l'autre au niveau de la zone €). Au niveau académique, cette question est étudiée de près : dans un article récent³, Lord Adair Turner, ancien président de la FSA britannique, se prononce en faveur d'une monétisation d'une partie du déficit (par ex. au Japon) afin d'alléger la contrainte budgétaire et de relancer l'activité économique. Il émet toutefois une condition expresse à cette opération : qu'elle reste exceptionnelle⁴. Au niveau opérationnel, enfin, les différentes politiques de « quantitative easing » (QE) menées par les principales banques centrales ont pour caractéristique de rapprocher les politiques budgétaire et monétaire : ainsi, en rachetant sur le marché secondaire des titres souverains, la banque centrale finance, certes indirectement, les déficits publics.

Cette plus grande porosité est critiquée dans la mesure où la banque centrale, instance technocratique, est jugée illégitime à intervenir sur des questions, politiques, de répartition des revenus : en poussant à la hausse le prix des actifs (obligations, actions...), les politiques de QE favoriseraient une minorité de la population compte tenu de la structure des revenus, même s'il ne s'agit là que d'un impact parmi d'autres (la baisse des taux a des effets plus larges).

« Fiscal dominance » (ou « domination budgétaire ») : derrière ce concept académique d'apparence technique se niche un débat fondamentalement politique. La banque centrale doit-elle être « reprise en main » par l'autorité politique ou doit-elle conserver son indépendance d'action ? Si une certaine forme de « fiscal dominance » s'est déjà matérialisée via les politiques de QE, la question est désormais de savoir s'il faut aller plus loin. A la différence de la politique budgétaire et, a fortiori, des réformes « structurelles », aux horizons longs du fait des processus démocratiques et d'impacts différés dans le temps, la politique monétaire possède une capacité d'action rapide qui s'est à nouveau vérifiée au cours de la Grande récession dans des circonstances exceptionnelles. A l'heure du choix, plusieurs éléments sont à prendre en considération : 1) la sortie du QE sera lente, prolongeant de nombreuses années la coexistence « rapprochée » entre l'Etat et la banque centrale ; 2) le débat doit bien distinguer l'indépendance de l'institut d'émission et son mandat : si les deux questions relèvent d'un choix souverain des Etats, revenir sur la première aurait de très lourdes conséquences en termes de crédibilité ; 3) monétiser le déficit revient à créer de la monnaie sans contrepartie, d'où un risque de spirale inflationniste et une « fuite en avant » globale qui frapperait les consommateurs et les entreprises.

¹ Comme le rappellent Drumetz, Pfister et Sahuc dans l'ouvrage « Politique monétaire » (De Boeck), « tout octroi de crédit ou achat de titres sur le marché primaire ou secondaire par une institution créatrice de monnaie, (...) par une banque commerciale ou par la banque centrale, est par nature monétaire ».

² Ainsi, suite à l'accord européen du 26 mars 2012, il a été décidé de rétrocéder à la Grèce les revenus perçus par les banques centrales nationales sur les titres grecs que ces dernières détiennent pour compte propre, amputant le dividende de l'Etat.

³ « The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue », A. Turner, J. Polak research conference, 5-6 novembre 2015.

⁴ « My very strong preference is therefore to argue that money finance should only be used in extreme circumstances and as a one-off exercise : I would (...) like to believe that continuous use of monetary finance, year after year, will never be required ».

Incertitude et activité économique : quels liens ?

VENDREDI 17 FÉVRIER 2017

Concept imprécis, l'incertitude revient régulièrement dans les débats économiques : de quoi parle-t-on ? Peut-on mesurer le phénomène ? A-t-il un impact ? Le présent flash fait le point sur ces questions.

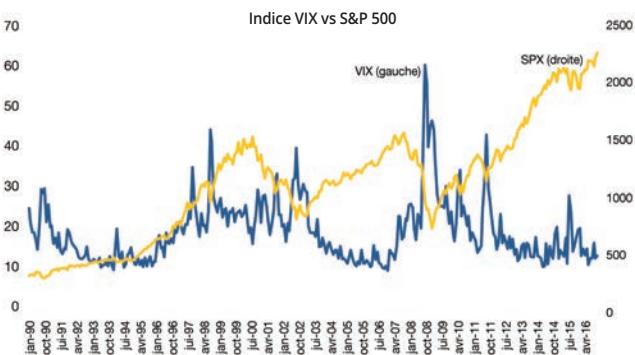
Qu'est-ce que l'incertitude ?

L'incertitude se rapporte à l'incertain, concept polysémique : « *qui n'est pas établi avec exactitude* », « *qui n'est pas sûr, qui peut se produire ou non, être tel ou tel* ». Relativement vague, cette définition est liée au caractère non observable et parfois subjectif du phénomène. Du point de vue de la théorie économique, les travaux de **Frank Knight** dans les années 1920 sont souvent rappelés : en distinguant le « **risque** » de « **l'incertitude** », Knight a introduit une grille d'analyse fondée sur les calculs de probabilités¹. Ainsi, les agents économiques font face à un **risque** s'ils sont en mesure de se faire une opinion sur la **distribution de probabilités** des états futurs en se basant sur la logique (lancer de dés) ou sur l'expérience passée (choc sur une matière première par exemple). En revanche, ils sont dans **l'incertitude** s'ils ne sont pas en capacité d'établir ce calcul (guerre, attaque terroriste...). Séduisante, cette différenciation se heurte toutefois à une limite opérationnelle dans la mesure où les deux notions sont **parfois impossibles à distinguer** (il est, par exemple, possible de calculer la probabilité d'une catastrophe naturelle mais pas de dire où et quand cela arrivera). Dans un article récent², la BCE estime qu'il existe **deux types** d'incertitude économique en sus de l'incertitude relative au futur et que les trois peuvent coexister : l'incertitude « **de mesure** » (mesure-t-on correctement l'activité ?) et l'incertitude « **structurelle** » (comprend-t-on bien la structure de l'économie ?).

Peut-on la mesurer ? Quelques exemples

Mesurer l'incertitude est un exercice au moins aussi délicat que celui visant à la définir. S'il n'existe évidemment pas de mesure précise, un **éventail d'indicateurs** peut être mobilisé pour caractériser le niveau d'incertitude de l'économie selon une logique de « **proxy** ». D'un point de vue statistique, l'analyse est centrée sur la mesure de

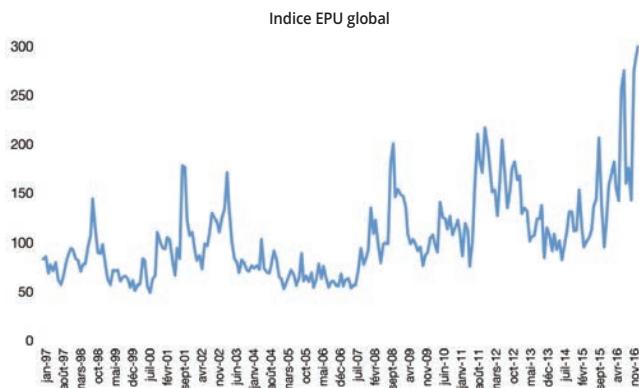
la variance. Ces indicateurs peuvent être classés en **deux catégories** : les données « **macro-financières** » et les indices « **macro et micro-économiques** ».



Source : Afep à partir de Chicago Board of Options and Exchange (CBOE).

On retrouve dans la première catégorie les taux de change et obligataires, le cours des actions... Ces indicateurs ont l'avantage de la **fréquence** et de la **variété** ; en revanche, ils peuvent être en partie **déconnectés** de l'économie réelle en suivant une logique propre aux marchés financiers. Particulièrement surveillé par les analystes, l'**indice VIX®** (Volatility Index) du Chicago Board of Options and Exchange (CBOE) et construit à partir du S&P 500 est censé refléter les **anticipations de volatilité** par le marché pour les 30 jours à venir. Plus il est élevé, plus la volatilité est jugée forte. Selon Bloom³, l'indice VIX serait contra-cyclique, augmentant de 58 % en moyenne lors des récessions aux Etats-Unis.

Dans la deuxième catégorie, le champ est également étendu : enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises, dispersion des prévisions... Trois académiques (Baker, Bloom et Davis) ont



Source : Afep à partir de www.policyuncertainty.com (Baker, Bloom et Davis).

construit un **indice d'incertitude économique** (« *Economic Policy Uncertainty* », EPU) dont une partie repose sur la mention de certains **mots-clés** dans la presse (« incertitude », « économie » ... cf. site pour plus de détails). Etabli initialement pour les Etats-Unis, l'EPU est désormais disponible pour une vingtaine de pays, ainsi qu'au niveau agrégé. Selon cet indice, le **niveau** d'incertitude serait actuellement à un **plus haut historique** depuis le début de la série en 1997, bien au-dessus des niveaux constatés après le 11 septembre 2001, de la crise de 2008 et des tensions au sein de la zone euro en 2011.

L'impact économique de l'incertitude : frein ou stimulant ?

Dans le débat public, l'incertitude est très largement considérée comme un **frein** à l'activité, en provoquant de l'**attentisme** et de l'**inquiétude** chez les agents économiques. Ainsi, Bloom établit que l'**incertitude** macro et micro-économiques **progressent** durant les récessions, même si le lien de corrélation n'est pas un lien de causalité. Pour la **BCE**, qui reconnaît la difficulté à distinguer dans la

relation causale ce qui relève de l'incertitude par rapport aux autres facteurs (PIB, demande mondiale...), un choc d'incertitude aurait un **impact négatif** sur l'activité, les modèles fournissant cependant des résultats qui diffèrent sur la durée et la profondeur de l'impact. Rarement évoqué, un **effet positif** pourrait également découler de l'incertitude si elle génère des **investissements** qui augmentent les **perspectives de gains futurs** (effets dits des « options de croissance » et « *Oi-Hartmann-Abel* », OHA, dans la littérature). En particulier, selon l'effet OHA, une entreprise en mesure de diviser par deux (doubler) les volumes produits en cas de baisse (hausse) du prix peut se développer dans un univers d'incertitude élevée. Derrière cet exemple extrême, l'impératif de **flexibilité** est rappelé afin de minimiser les coûts lors des creux et de maximiser les gains en phase haute du cycle.

S'invitant régulièrement dans le débat public, l'incertitude serait le nouveau concept permettant d'expliquer, au moins en partie, les dynamiques économiques. Pourtant, loin d'être une nouveauté, l'incertitude est une caractéristique intrinsèque de l'existence humaine : les entreprises, comme les ménages, font face à une dose incompressible d'incertitude qu'il est illusoire de vouloir effacer. Bien au contraire, l'incertitude peut être un moteur de transformation. En revanche, si elle est délicate à objectiver, l'incertitude liée au processus de prise de décision politique semble, elle, à un niveau supérieur à la moyenne dans de nombreux pays (en particulier dans ceux réputés « stables »), ajoutant de nouvelles inconnues. Et si, quatre siècles après Thomas Hobbes, la mission fondamentale de l'Etat était de redevenir un « réducteur d'incertitudes » ?

¹ De son côté, J.M. Keynes parlait d'incertitude « radicale ».

² « The impact of uncertainty on activity in the euro area », ECB Economic Bulletin, Issue 8/2016.

³ « Fluctuations in Uncertainty », N. Bloom, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n°2, Spring 2014.

Une guerre des changes pour la compétitivité ?

VENDREDI 10 FÉVRIER 2017

Selon certains observateurs, une « guerre des changes » serait à l'œuvre entre les principales économies : le présent flash analyse cette question, en faisant le lien avec les enjeux de compétitivité à l'export.

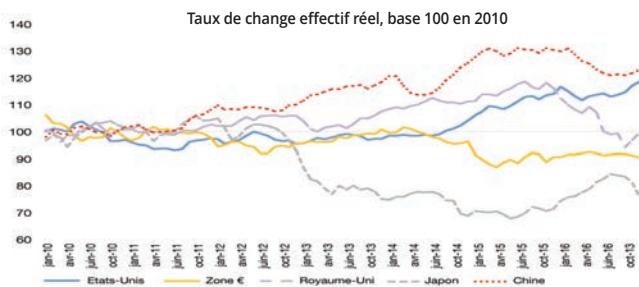
Du taux de change bilatéral au taux de change effectif : de quoi parle-t-on ?

Revenant régulièrement au centre du débat, l'évolution du **taux de change** influence les décisions des acteurs, les relations commerciales et les stratégies des entreprises. Elle a un donc un rôle micro et macro-économiques de court terme. Toutefois, si les parités « bilatérales » focalisent l'attention médiatique (€ vs \$, £ vs Yen...), le suivi de leurs évolutions est insuffisant pour évaluer précisément le niveau de chacune des monnaies. En effet, un taux de change est une **valeur nominale** qui ne tient compte ni de l'inflation ni de la **structure des échanges** entre un pays et ses partenaires commerciaux. Ainsi, une appréciation du taux de change nominal d'un pays peut être compensée par une évolution des prix plus faible que dans les autres économies. C'est la raison pour laquelle les économistes s'intéressent au **taux de change effectif réel** (TCER), qui permet d'offrir une vision synthétique de la compétitivité-prix d'un pays par rapport au reste du monde. Calculé sous forme d'indice, le TCER est suivi, entre autres, par la Banque des règlements internationaux (BRI) sur une base mensuelle : là où une hausse de l'indice indique une appréciation globale de la devise, une baisse signale une dépréciation.

Depuis 2010, plusieurs mouvements sont à l'œuvre au sein des principales économies mondiales : en **Chine**, la tendance générale est à la nette appréciation du Yuan (RMB) malgré certains épisodes de repli, en lien avec la volonté politique d'ouverture progressive et d'internationalisation du RMB, qui demeure une monnaie administrée ; à l'inverse, le **Yen japonais** s'est clairement déprécié dans le sillage des « *Abenomics* » et de la politique monétaire de la BoJ¹. Au **Royaume-Uni**, la £ était sur une trajectoire d'appréciation jusqu'à la fin 2015, avant le net retournement constaté en amont du référendum de juin 2016. En **zone euro** et aux **Etats-Unis**, les évolutions ont été dans l'ensemble plus limitées jusqu'en 2014, date à partir de laquelle le TCER du \$ s'appréciait tandis que celui de l'€ se dépréciait, bien que dans une moindre mesure. Au-delà des différences cycliques, ceci refléterait la divergence entre les politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique, avec, d'une part, la fin de l'expansion du bilan de la Fed et la remontée progressive des « *Fed funds* » et, d'autre part, le début du « *quantitative easing* » européen.

Une coordination internationale pour éviter la « guerre des changes » ?

Au cours des derniers mois, le référendum britannique et l'élection présidentielle nord-américaine ont ravivé la crainte exprimée dès 2010 par le ministre des Finances brésilien, G. Mantega, d'une « *guerre des changes internationale* ». Dans le contexte de sortie de la Grande récession, chaque pays aurait cherché à déprécier sa devise afin de gagner en compétitivité-prix, relançant le risque des politiques du « chacun pour soi » (« *beggar-thy-neighbor* »), d'où le paragraphe régulier des déclarations du G20 sur la question². Souvent invoquée compte tenu des externalités multiples des politiques économiques, la **coordination internationale** est-elle la solution pour améliorer le fonctionnement de l'économie mondiale ? A cette question importante, la littérature économique apporte des



Source : Afep à partir de Banque des règlements internationaux.

réponses pour le moins mitigées : d'un point de vue empirique, hors période de crise aigüe (octobre 1987, septembre 2001, octobre 2008), les quelques expériences des « Accords » des années 70-80 (Bonn, Plaza, Louvre) **auraient été peu efficaces** ; d'un point de vue théorique, plusieurs arguments montrent les limites d'une telle approche (différences de position des économies dans le cycle, décalage entre le contexte dans lequel un accord est négocié et celui où il est mis en œuvre...) en sus des questions institutionnelles (la légitimité de la politique économique reste très largement nationale). Dressant un parallèle entre la **situation actuelle** et celle des **années 30**, Barry Eichengreen (Berkeley)³ juge qu'il existe une différence fondamentale entre les deux époques : ainsi, tandis que les « **dévaluations compétitives** » des années 30 faisaient suite à un choc déflationniste « **symétrique** » (la crise de 1929) dans un univers de changes fixes, la **Grande récession** en 2008-2009 a représenté un **choc « asymétrique »**. En effet, là où les économies avancées vivaient un recul de l'activité et des pressions déflationnistes, plusieurs émergents étaient en surchauffe (fortes croissance et inflation). Dans ce contexte, une coordination optimale aurait requis une politique budgétaire nettement plus restrictive chez les émergents afin de contrer les effets de l'expansionnisme monétaire des avancés. Pour Eichengreen, cette coordination n'a pas eu lieu pour des raisons politiques (impopularité du resserrement budgétaire), les émergents préférant recourir à des mesures protectionnistes et de contrôle des capitaux.

Parts de marché à l'export : le rôle déterminant des facteurs non pécuriaires

Dans le débat public, la **dépréciation** d'une devise (ou sa dévaluation dans un régime de changes fixes) doit se traduire de façon systématique par une **amélioration de la compétitivité-prix** et donc une stimulation des exportations, la faisant apparaître comme un outil privilégié de politique économique (voir analyse empirique en

annexe). Dans un article de recherche académique⁴, K. Benkovskis et J. Wörz soulignent les **limites** de l'approche du TCER, qui repose sur des **hypothèses fortes** (élasticité de substitution unique entre les biens) et **exclut** par construction les **paramètres hors-prix**. Ils rappellent, en outre, que le rôle des facteurs pécuriaires dépend du degré de substituabilité entre les biens, qui peut être extrêmement variable. A partir d'un modèle de commerce international comportant les principales économies (G7 et « BRIC ») et de données désagrégées sur la période 1996-2011, ils montrent que l'évolution des **parts de marché** à l'export est avant tout déterminée par des **facteurs non pécuriaires** (goût des consommateurs, qualité des produits...) et ce quel que soit le pays : ainsi, c'est la compétitivité hors-prix qui expliquerait la montée des émergents et, symétriquement, le recul des pays « avancés ».

« Manipulation de devise », « guerre des changes » : le prix de la monnaie semble revenir à la mode à la faveur des recompositions géopolitiques en cours. S'il fait partie du paysage des instruments de politique économique à court terme et requiert une vigilance attentive, le taux de change ne saurait être « l'arbre qui cache la forêt ». Loin des lieux communs, selon lesquels la dépréciation serait l'arme « ultime » pour relancer l'économie (argument oubliant au passage la propriété, triviale, selon laquelle la dépréciation de l'un est l'appréciation de l'autre), la littérature économique insiste, une fois n'est pas coutume, sur l'importance des facteurs non monétaires (qualité, variété et différenciation des produits et des services...). La leçon est claire : un problème structurel ne peut être réglé par une politique conjoncturelle.

¹ Le quantitative easing ne serait toutefois pas systématiquement synonyme de dépréciation du taux de change, cf. « Lessons from Quantitative Easing : Much ado about so little ? » Gros, Alcidi and De Groen, CEPS Policy Brief, n° 330, March 2015.

² Extrait de la déclaration suite au sommet de Hangzhou, 2016 : « We reiterate that (...) disorderly movements in exchange rates can have adverse implications for economic and financial stability. (...) We reaffirm our previous exchange rate commitments, (...) we will refrain from competitive devaluations and we will not target our exchange rates for competitive purposes ».

³ « Currency War or International Policy Coordination ? », B. Eichengreen, January 2013.

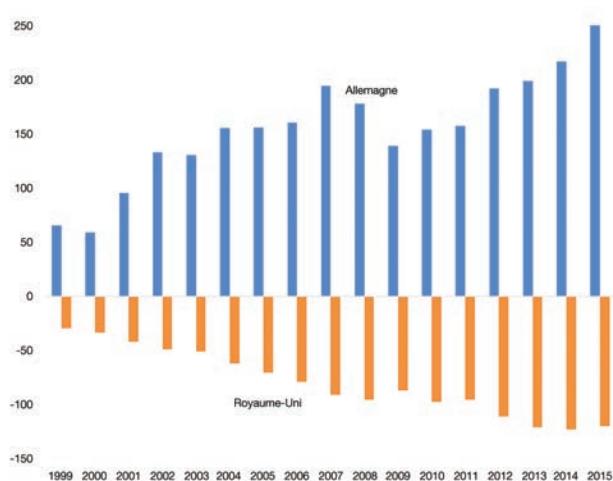
⁴ « What drives the market share changes ? Price vs non-price factors », Benkovskis & Wörz, WP n° 1640, ECB, February 2014.

Annexe : une dépréciation du change se traduit-elle forcément par des gains de parts de marché ?

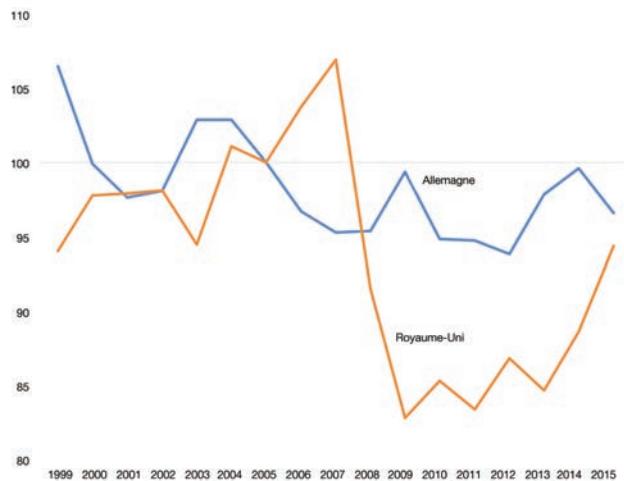
La présente annexe analyse les exemples allemand et britannique. Ces deux cas ont été choisis en raison de trajectoires symétriques en matière de commerce extérieur de biens (une multiplication par 4 de l'excédent allemand et du déficit britannique entre 1999 et 2015). En théorie, le TCER et les parts de marché doivent être de signes opposés. Les résultats sont les suivants : 1) conformément à l'intuition, le TCER est corrélé négativement au volume des

exportations en Allemagne (mais pas au Royaume-Uni) ; 2) la corrélation entre l'évolution du TCER et celle des parts de marché apparaît très faible, avec des situations contre-intuitives (gains de parts de marché et appréciation du TCER, et inversement). La réponse à la question est donc négative : les performances respectives de l'Allemagne et du Royaume-Uni apparaissent très largement indépendantes du taux de change effectif réel.

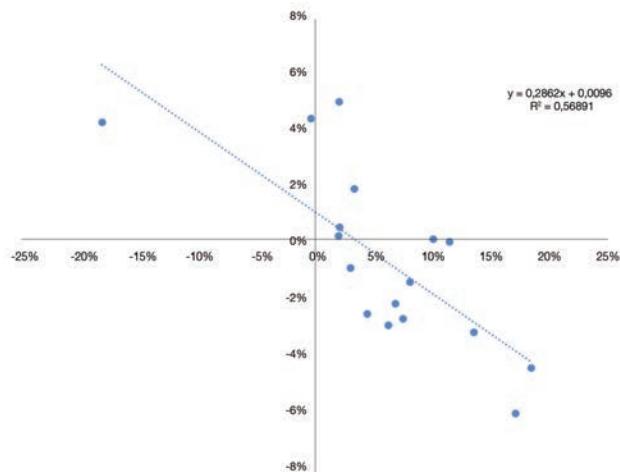
Balance des biens, en Md, devise nationale



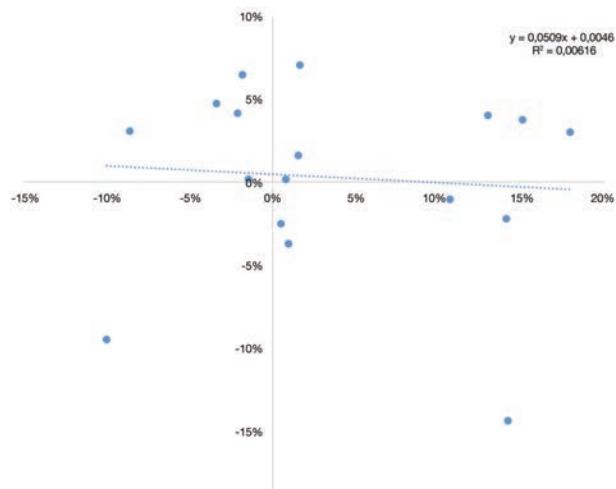
TCER, base 100 en 2005



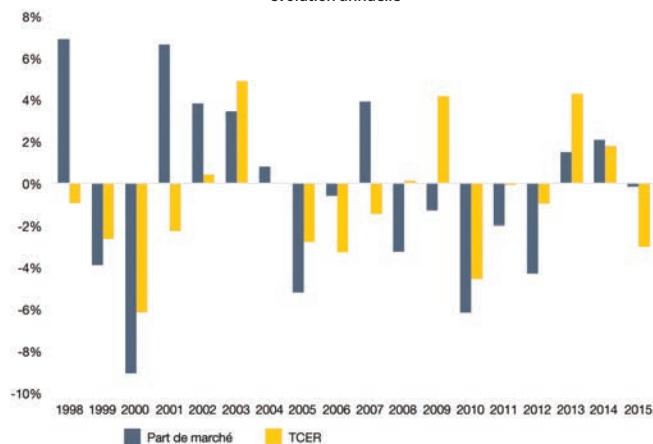
Allemagne : Exports vs TCER



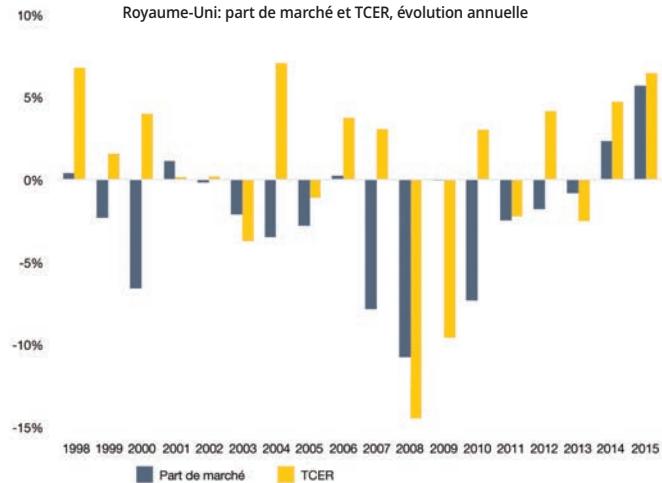
Royaume-Uni : Exports vs TCER



Allemagne : part de marché et TCER, évolution annuelle



Royaume-Uni : part de marché et TCER, évolution annuelle



Source : calculs Afep à partir d'Eurostat, de Destatis et d'Office of National Statistics.

afep.com

Association française des entreprises privées

11 avenue Delcassé
75008 Paris
+33(0)1 43 59 65 35

4-6 rue Belliard
1040 Bruxelles
+32(0)2 219 90 20