

Pigeons : comment imposer les plus-values mobilières (1/2)

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

Après avoir proposé dans [le Projet de loi de finances 2013](#) d'imposer les gains de cession de valeurs mobilières au barème progressif de l'IR, et non plus à un taux proportionnel de 19 %, le gouvernement a promis de corriger sa copie, sous la pression d'un groupe d'entrepreneurs qui s'est mobilisé sur les réseaux sociaux sous le hashtag #geonpi (« pigeons »). Un [amendement au projet de loi](#) a été voté en ce sens. Nous discutons ici de l'imposition équitable des plus-values mobilières. Dans un second billet, nous discuterons de la spécificité de l'entrepreneuriat.

Le projet de loi de finances traduit l'engagement de François Hollande de réaliser une grande réforme fiscale afin de rendre la contribution de chacun plus équitable : « les revenus du capital seront imposés comme ceux du travail » (engagement 14 des 60 engagements pour la France). Lorsque le capital résulte de l'épargne de revenus du travail et qu'il a été rémunéré à un taux « normal », sa taxation présente un défaut de double imposition et peut paraître discutable. Il faut cependant noter que dans une économie financiarisée, les revenus du capital ne sont pas que la conséquence d'une épargne mais également le résultat direct d'une activité (voir le [numéro 122 de la revue de l'OFCE dédié à la réforme fiscale](#) et en particulier Allègre, Plane, Timbeau : « Réformer la fiscalité du patrimoine ? »). En ce sens, les revenus du capital procèdent de la faculté contributive des ménages, au même titre que les revenus du travail. L'imposition progressive sur le revenu doit donc s'appuyer sur l'intégralité des revenus, qu'ils proviennent du capital ou du travail, afin de respecter le principe d'équité horizontale « à revenu égal, impôt égal ».

Concernant les gains de cession, seule la variation de la valeur réelle du capital peut être considérée comme un revenu : si la valeur d'un bien a augmenté au même rythme que l'inflation, la plus-value nominale même positive ne couvre pas le coût implicite de détention. Le projet de loi prévoyait que les plus-values des cessions bénéficient d'un abattement en fonction de la durée de détention, copié sur celui s'appliquant aux plus-values immobilières. L'amendement réduit les durées de détention par rapport au texte initial :

– les gains de cession imposables au barème de l'impôt sur le revenu « sont réduits d'un abattement égal à :

a) 20 % de leur montant lorsque les actions, parts, droits ou titres sont détenus depuis au moins deux ans et moins de quatre ans à la date de la cession ;

b) 30 % de leur montant lorsque les actions, parts, droits ou titres sont détenus depuis au moins quatre ans et moins de six ans à la date de la cession;

c) 40 % de leur montant lorsque les actions, parts, droits ou titres sont détenus depuis au moins six ans.

Ce type d'abattement sur la plus-value nominale est un mauvais instrument pour tenir compte de l'inflation [1] : si la variation de la valeur réelle du capital est nulle alors l'imposition doit être nulle (il n'y a pas de revenu réel), alors qu'un abattement ne fera que la réduire ; au contraire, si la variation de la valeur réelle du capital est très largement supérieure à l'inflation, l'abattement sera trop favorable ; l'abattement est forfaitaire par palier, alors que la hausse des prix est un phénomène continu. Au moins, l'abattement n'atteint pas 100%, ce qui est encore le cas pour les plus-values de cession immobilières, totalement exonérées de plus-values après 30 ans de détention. Un bon système n'appliquerait pas d'abattement à la plus-value nominale, mais

actualiserait le prix d'achat par un indice reflétant la hausse des prix, ce qui permet de déterminer la variation de valeur réelle du patrimoine.

Exemples : un bien est acheté en janvier 2000, pour une valeur de 100. Il est revendu 200 en janvier 2011. La plus-value nominale est de 100. L'abattement de 40% s'applique et donc dans le système proposé par le gouvernement, la taxation portera sur 60, intégré dans l'impôt sur le revenu. La variation de la valeur réelle du capital est de 79, ce qui est la base la plus justifiée pour la taxation (on ne s'intéresse pas ici au taux de taxation mais à la base taxable).

Si au contraire, en janvier 2011, le bien est revendu 120, le montant retenu par le système d'abattement est de 8 alors que la variation de la valeur réelle du capital est de -1 ;

Le tableau suivant représente la base d'imposition suivant le système d'abattement et la variation de la valeur réelle du capital (entre parenthèses) en fonction de la valeur de revente et de la date d'acquisition pour un bien acquis pour une valeur de 100 et vendu en 2012.

Année d'achat	1990	1995	2000	2005	2010	2012
Valeur de revente						
110	6 (-36)	6 (-22)	6 (-14)	6 (-2)	8 (6)	10 (10)
150	30 (4)	30 (18)	30 (26)	30 (38)	40 (46)	50 (50)
200	60 (54)	60 (68)	60 (76)	60 (88)	80 (96)	100 (100)
250	90 (104)	90 (118)	90 (126)	90 (138)	120 (146)	150 (150)

Note de lecture : Pour un bien acheté 100 en 1990 et revendu 110 en 2012, la base d'imposition après abattement de 40% est de 6 alors que la variation de la valeur réelle du capital est de -36, compte tenu de l'inflation. Alors que le revenu économique est négatif (il y a perte de pouvoir d'achat), avec le système d'abattement, l'assiette fiscale augmente. Pour un bien acheté 100 en 2005 et revendu 250 en 2012, la base d'imposition après abattement est de 90 alors que la variation

de la valeur réelle du capital est de 138 : le système d'abattement est très favorable lorsque la plus-value est importante.

La base d'imposition devrait être la plus-value compte tenu de la taxe inflationniste (variation de la valeur réelle du capital). Mais il ne faut pas pour autant soumettre directement cette base fiscale au barème progressif. Les gains de cession sont en effet différés et doivent subir une imposition équivalente à un revenu régulier durant toute la période de détention. Le lissage par un système de quotient qui dépend de la durée de détention répond à ce point. Un tel système consiste à diviser ce revenu par le nombre d'années de détention[2], d'appliquer le barème progressif à ce « revenu régulier équivalent », en ajoutant les autres revenus de l'année courante du foyer, puis à multiplier l'augmentation de l'imposition liée au revenu exceptionnel par le nombre d'années de détention[3]. Une alternative est d'imposer les plus-values de cession à un taux constant égal au principal taux marginal (30 %, auquel il convient d'ajouter la CSG).

A ces quelques remarques, il faut ajouter les points suivants :

- Les systèmes de compensation générale entre plus-values et moins-values pendant une période longue (aujourd'hui 10 ans) permettent de tenir compte des risques et des possibilités de pertes, au moins pour les investisseurs diversifiés ;
- Les revenus du travail pouvant être facilement convertis en revenus du capital (par le biais d'instruments financiers divers, de structures de portage), aligner les deux impositions permet de limiter les tentations d'optimisation fiscale qui ouvrent la voie à l'évasion fiscale ;
- A ce titre, une *Exit Tax*, assise sur les plus-values latentes, permet de minimiser l'intérêt à l'exil fiscal, croissant avec les plus-values accumulées et la

fiscalité potentielle ;

Les donations, notamment lorsqu'elles se font hors droits de succession, ne devraient pas permettre d'effacer les plus-values, comme c'est le cas aujourd'hui. Cette disposition, qui avait pour objectif initial d'éviter une double imposition, permet aujourd'hui d'échapper complètement à l'impôt.

[1] *Ajouté le 09/11/2012* : Ce n'est pas non plus un bon instrument pour tenir compte de la double imposition (Impôt sur les sociétés et Impôt sur le revenu). En effet, contrairement à la distribution de dividendes qui nécessite d'avoir réalisé des bénéfices avant de les distribuer, les plus-values ne correspondent pas entièrement à des profits non-distribués. Le prix de vente ne reflète pas non plus nécessairement la charge future de l'IS (ce qui est le cas si l'acquéreur réussit à échapper à l'impôt via de l'optimisation fiscale). Comme il n'y a pas nécessairement double imposition, un système d'abattement universel ne peut pas répondre équitablement à ce problème. En présence d'optimisation fiscale et de taux d'IS effectivement payés par les entreprises très hétérogènes, seul un système d'avoir fiscal permet de répondre au problème de double imposition.

[2] En se basant sur l'équivalence de traitement fiscal pour un revenu régulier et un revenu exceptionnel, il apparaît que la division se fait par un coefficient qui dépend du taux d'intérêt. En pratique, pour des taux d'intérêt faibles, ce coefficient est égal au nombre d'années de détention.

[3] Ce calcul est équivalent à l'imposition au fil de l'eau si les revenus courants du foyer sont représentatifs de ses revenus (hypothèse de revenus réguliers) pendant la durée de détention et si le barème de l'impôt est relativement stable.

Zone euro : la confiance ne suffira pas

Par [Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#) et Danielle Schweisguth

Ce texte résume les prévisions d'octobre 2012 pour l'[économie de la zone euro](#).

Après plus de deux années de crise de la zone euro, le Conseil européen, qui s'est tenu les 18 et 19 octobre, n'avait cette fois-ci rien d'un énième sommet de la dernière chance. Même si les discussions sur la future union bancaire^[1] furent sources de tensions entre la France et l'Allemagne, il n'y avait aucune épée de Damoclès au-dessus de la tête des chefs d'Etats européens. Pour autant, il serait prématuré de considérer que la crise est proche de son terme. Rappelons simplement que le PIB de la zone euro n'a toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise et qu'il a encore reculé de 0,2 % au deuxième trimestre 2012. Cette baisse devrait se poursuivre puisque nous anticipons une baisse du PIB de 0,5 % en 2012 et encore de 0,1 % en 2013. Par conséquent, le taux de chômage de la zone euro, qui a d'ores et déjà dépassé son précédent record historique qui datait d'avril 1997, continuerait d'augmenter pour atteindre 12,1 % en fin d'année 2013. Quelles sont alors les raisons de cette accalmie ? La zone euro peut-elle rapidement renouer avec la croissance et espérer enfin endiguer la crise sociale ?

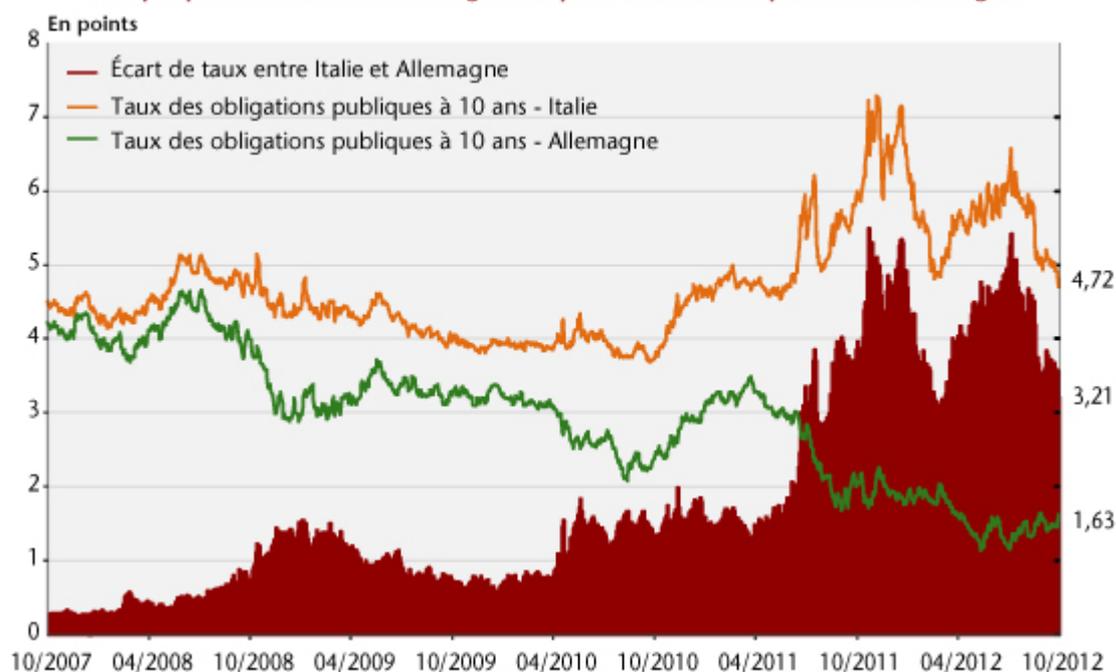
Depuis la fin de l'année 2011, l'Europe a adopté un nouveau traité (TSCG : Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) en cours de ratification dans les 25 pays signataires. Concrètement, ce nouveau texte doit permettre de renforcer la discipline budgétaire – via l'adoption de règles

d'or nationales – et la solidarité grâce à la création du MES (Mécanisme européen de stabilité) dans la mesure où le recours au MES est conditionnelle à la ratification du TSCG. Le 6 septembre, la BCE a dévoilé les contours de son nouveau programme conditionnel d'achat de titres souverains ([voir ici](#)) dont l'objectif est de faire baisser les taux d'intérêt publics des pays placés sous le contrôle du MES. Ainsi, depuis le pic atteint le 24 juillet 2012, les primes de risque, mesurées par l'écart entre les taux d'intérêt publics italien et espagnol et le taux allemand, ont respectivement baissé de 2,2 et 2,5 points (graphiques 1 et 2). On est certes encore très éloigné de la normale mais il n'en demeure pas moins que cette accalmie est la bienvenue et qu'elle témoigne de l'éloignement du spectre d'un éclatement de la zone euro.

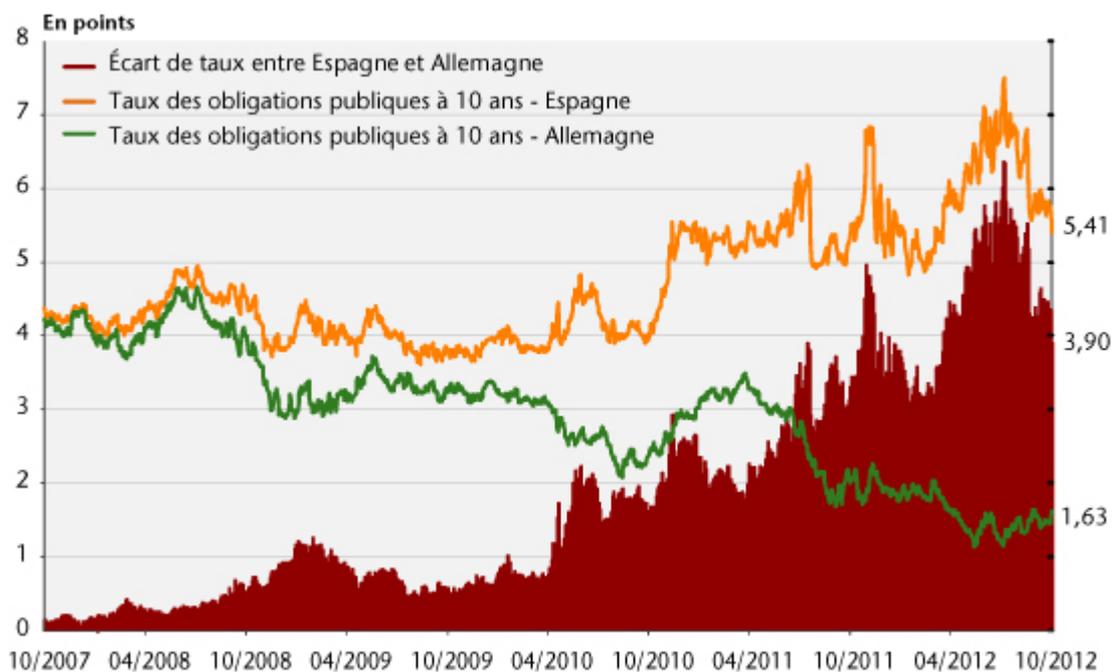
Cette nouvelle vague d'optimisme pourrait-elle être le signe précurseur d'une reprise de l'activité dans la zone euro ? La réponse à cette question est malheureusement négative. Les politiques budgétaires des pays de la zone restent en effet fortement restrictives. Elles ont même eu tendance à s'accroître en 2012 contribuant notamment au retour en récession de l'Italie, de l'Espagne et renforçant celle subie par le Portugal et la Grèce. Sur l'ensemble de la zone euro, l'impulsion budgétaire sera de 1,7 point de PIB en 2012 (tableau). Les votes en cours des budgets nationaux confirment cette stratégie de réduction forcée des déficits budgétaires pour l'année 2013 puisque la consolidation budgétaire globale pour l'ensemble de la zone euro serait de 1,3 %. Les écarts seraient importants entre les pays puisque l'impulsion budgétaire de l'Allemagne serait à peine négative (-0,2 point) mais supérieure à -2 points de PIB en Espagne, en Italie et en Grèce. Or, l'impact récessif de cette consolidation budgétaire synchrone sera d'autant plus important que les pays de la zone euro sont toujours en bas de cycle économique. Dans ces conditions, les objectifs en matière de réduction des déficits budgétaires ne seront pas atteints, ce qui ne manquera pas de soulever la question de l'opportunité de nouvelles

restrictions budgétaires. De plus en plus d'Etats membres risquent alors d'être pris dans un cercle vicieux où la faiblesse de la croissance appelle de nouveaux ajustements budgétaires qui renforcent la crise économique et sociale. Toute décision améliorant la gouvernance de l'Union ou la transmission de la politique monétaire est essentielle pour restaurer la confiance et créer les conditions d'un retour de la croissance. Mais ces éléments sont insuffisants pour échapper à la récession et ne doivent pas occulter l'impact de la stratégie budgétaire.

Graphique 1. Taux d'intérêt à long terme public en Italie et *Spread* Italie-Allemagne



Graphique 2. Taux d'intérêt à long terme public en Espagne et Spread Espagne-Allemagne



Source : Datastream.

Tableau. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	0,7	1,5	-0,9	-0,5	-0,2
Autriche	0,4	0,6	-1,6	-0,1	-0,9
Belgique	1,9	-0,3	-0,1	-1,1	-0,8
Espagne	3,8	-2,5	-1,1	-3,4	-2,4
Finlande	0,4	1,5	-1,6	-0,4	-1,3
France	2,3	-0,5	-2,9	-1,6	-1,8
Grèce	3,2	-8,0	-5,3	-5,0	-3,9
Irlande	2,2	-4,4	-1,5	-2,4	-1,8
Italie	0,8	-0,4	-1,2	-3,2	-2,1
Pays-Bas	4,0	-1,1	-0,2	-1,0	-1,2
Portugal	5,0	-0,7	-3,7	-3,7	-1,8
Zone euro 11*	1,8	-0,3	-1,3	-1,7	-1,3

*Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.

Note de lecture : L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle est une approximation de la politique budgétaire discrétionnaire.

Sources : Calculs et prévisions OFCE, octobre 2012.

[1] Voir [ici](#) pour une analyse des enjeux et des questions soulevées par le projet d'union bancaire.

France : la guerre de 3% aura-t-elle lieu ?

par [Eric Heyer](#)

Ce texte résume les prévisions pour [l'économie française d'octobre 2012 de l'OFCE](#)

L'économie française devrait croître de 0,1 % en 2012 et de 0,0 % en 2013 en moyenne annuelle. Cette performance est particulièrement médiocre et très éloignée du chemin que devrait normalement emprunter une économie en sortie de crise.

Quatre ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : il aurait dû conduire à une croissance spontanée moyenne de près de 3,0 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettant de rattraper une partie de l'écart de production accumulé depuis le début de la crise. Mais cette reprise spontanée est freinée, principalement, par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. La stratégie de consolidation budgétaire, imposée par la Commission européenne, devrait amputer de près de 6 points de PIB l'activité en France au cours des années 2012 et 2013.

Tableau 1. Les freins à la croissance en France

En point de % de PIB

Rythme...	... trimestriel		... annuel	
	2012	2013	2012	2013
Reprise spontanée	0,8	0,8	2,1	3,1
<i>Impact budgétaire</i>	-0,4	-0,4	-1,6	-1,7
<i>Choc pétrolier</i>	-0,05	0,0	-0,2	0,0
<i>Environnement extérieur</i>	-0,4	-0,3	-1,4	-1,2
<i>Acquis</i>			-1,0	-0,2
Prévisions de croissance	-0,04	0,04	0,1	0,0

Sources : INSEE, calculs OFCE.

En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11 % fin 2013.

Par ailleurs, la réduction du déficit budgétaire attendue par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rognée par le manque à gagner en recettes fiscales dû à la faiblesse de la croissance. Le déficit public devrait s'établir à 3,5 % en 2013.

Dans ces conditions, le gouvernement doit-il tout mettre en œuvre pour tenir son engagement de 3% du déficit public en 2013 ?

Dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire comporte un risque, celui d'être sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières sur le remboursement de sa dette. Ce risque est réel mais limité. La situation actuelle est celle d'une « trappe à liquidité » et

d'une épargne abondante. Il en résulte un comportement de « fuite vers la qualité » de la part des épargnants qui recherche des placements sans risques. Or parmi ces derniers figurent les obligations d'Etats Allemands mais aussi Français. Dans ces conditions, la réduction de 1 point au lieu de 1,5 point de PIB du déficit public n'aurait que très peu d'impact sur les taux d'intérêt obligataires français.

En revanche, le maintien d'une cible à 3% du déficit public en 2013 pourrait avoir des conséquences dramatiques sur l'activité et l'emploi en France. Nous avons simulé un scénario dans lequel le gouvernement français tient coûte que coûte à respecter son engagement budgétaire quelle que soit la conjoncture. Si tel était le cas, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan de restrictions budgétaires dans les mois à venir d'un montant de 22 milliards d'euros.

Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013. Elle engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % en s'établissant à 11,7 % en fin d'année. En ce qui concerne l'emploi, cette obstination amplifierait les destructions d'emplois : au total, elle coûterait près de 200 000 emplois.

Un scénario plus noir est également envisageable : selon nos prévisions, en tenant compte des projets de Lois de finances connus et votés, aucun grand pays européen ne respecterait ses engagements de réduction de déficit en 2013. En sous-estimant la difficulté à atteindre des cibles inaccessibles, le risque est fort de voir les pays de la zone euro s'enfermer dans une spirale où la nervosité des marchés financiers serait le moteur d'une austérité toujours renforcée. Pour illustrer ce risque, nous avons simulé un scénario dans lequel les grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) mettent en place de nouvelles mesures d'austérité afin d'atteindre leurs engagements de déficits publics en 2013. L'adoption d'une telle stratégie se traduirait par un choc

négalif puissant sur l'activité dans ces pays. Pour l'économie française, elle induirait un supplément de rigueur qui, soit au niveau national soit en provenance des pays partenaires de la zone euro, provoquerait en 2013 une violente récession. Le PIB dans l'hexagone baisserait de plus de 4,0 % engendrant une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 14 %.

Tableau 2. Scénarios illustratifs des risques sur la croissance française

En %	2011	2012*	2013*
Scénario central			
PIB	1,4	0,1	0,0
Solde des APU (<i>en point de PIB</i>)	-7,1	-4,4	-3,5
Taux de chômage (<i>fin d'année</i>)	9,4	10,2	11,0
Emploi marchand (<i>en variation, milliers, fin d'année</i>)	104	-95	-166
Scénario où seule la France respecte son engagement budgétaire			
PIB			-1,2
Solde des APU (<i>en point de PIB</i>)			-3,0
Taux de chômage			11,7
Emploi marchand (<i>en milliers</i>)			
en variation			-361
en écart au scénario central			-195
Scénario où les pays de la zone euro respectent leurs engagements			
PIB			-4,6
Solde des APU (<i>en point de PIB</i>)			-3,0
Taux de chômage			18,8
Emploi marchand (<i>en milliers</i>)			
en variation			-910
en écart au scénario central			-744

* Prévigion OFCE octobre 2012

Sources : INSEE ; calculs OFCE *e-mod.fr*.

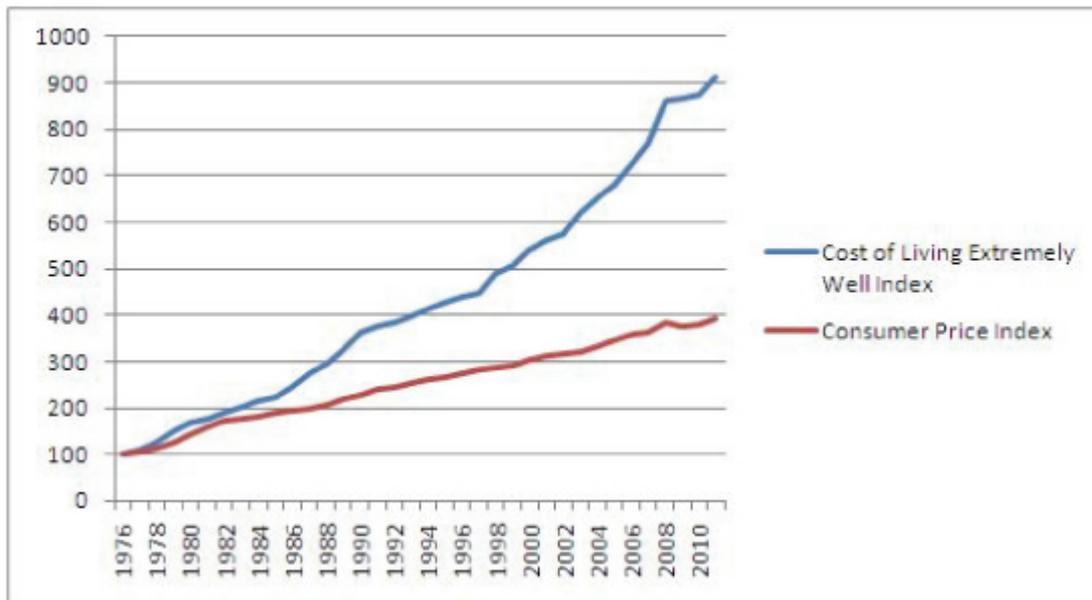
L'insolente santé des industries du luxe : un faux paradoxe

par [Jean-Luc Gaffard](#)

Les industries du luxe échappent à une crise qui semble s'étendre, suscitant une interrogation des medias qui y voient un paradoxe. Pourtant, voilà un constat qui corrobore le diagnostic qui désigne le creusement des inégalités comme le véritable ferment de la crise.

LVMH, numéro un mondial du secteur du luxe, a vu ses ventes bondir de 26 % au premier semestre 2012. Richemont, numéro deux mondial et propriétaire des marques Cartier, Montblanc, Van Cleef & Arpels ou Jaeger-LeCoultre, devrait avoir un résultat opérationnel en hausse de 20 % au cours du deuxième semestre clôt le 30 septembre. L'italien Prada a annoncé une progression de son chiffre d'affaires de 36,5 % au premier semestre 2012 (37,3 % en Europe). Le pôle luxe de PPR, l'autre français du secteur, a vu ses ventes augmenter de 30,7 % au premier semestre.

Ces résultats contrastent évidemment avec ceux enregistrés dans les autres industries. Ils sont le fruit d'une hausse des prix qu'il faut bien qualifier de faramineuse. L'indice des prix des biens de luxe calculé depuis 1976 (le « [Forbes Cost of Living Extremely Well](#) » a grimpé de 800 % en 35 ans contre 300 % pour l'indice des prix des biens de consommation.



Le journal *Le Monde*, dans un article consacré au sujet (« Plus le produit est coûteux, plus il est désirable », édition du 8 août 2012) rapporte que le prix d'un imperméable gabardine Burberry a été multiplié par 5,6 ou encore que le prix d'une montre Rolex Yach-Master est passé de 5 488 à 39 100 euros. Cette hausse des prix pratiqués indique simplement la très forte et croissante disponibilité à payer des plus riches pour qui le prix n'est autre qu'un critère de différenciation et de désirabilité.

Il n'est pas étonnant dans ces circonstances d'observer le succès en Bourse de ces entreprises de l'industrie du luxe. Il n'est pas davantage étonnant d'observer, toujours en Bourse, le succès de ces entreprises, situées à l'autre bout du spectre, qui fabriquent des produits de bas de gamme, bon marché. Cet effet, qualifié d'effet sablier, sert de révélateur quant à la réalité de la crise, manifestement ancrée dans le creusement des inégalités de revenus et de patrimoine.

Certes, il faut se réjouir de la santé des industries du luxe qui sont créatrices d'emplois dans un moment de hausse du taux de chômage. Mais s'arrêter à ce constat sectoriel risque fort de nous faire passer à côté de l'essentiel. D'abord, il faut bien reconnaître que les industries en question réagissent à

la hausse de la demande bien davantage en augmentant les prix que les quantités produites pour la raison simple que le nombre de riches, même s'il augmente significativement avec l'arrivée des nouveaux fortunés de Chine ou d'ailleurs, reste limité. Nous restons bien loin de ce mécanisme fondamental de la croissance, quand la hausse des gains de productivité fait baisser les prix et déclenche des effets de revenu propres à stimuler la demande sur une échelle toujours plus grande. Il faut aussi reconnaître le revers de la médaille du creusement bien réel des inégalités, en l'occurrence la chute du revenu médian, l'affaiblissement corrélatif d'une classe moyenne nombreuse dont la demande pour des produits ou des services de moyenne gamme était le support de la croissance.

Sans doute faut-il évoquer l'évolution de l'industrie du luxe qui s'est essayée avec succès à la production de marques qui sont les versions à moindre prix de biens traditionnellement réservés aux riches. Il est possible, comme en attestent certaines études, que la diversification de l'industrie du luxe s'accompagne d'une évolution sociologique impliquant pour les ménages de la classe moyenne une préférence accrue pour ce type de biens (voir J. Hoffmann et I. Coste-Manière 2012, *Luxury Strategy in Action*, Palgrave Macmillan). Cette évolution est pérenne si l'on se souvient que les préférences ne sont pas homothétiques, autrement dit que la baisse des revenus n'induit pas de revenir à la carte des préférences telle qu'elle existait auparavant (avant que le revenu n'ait augmenté). Les ménages tentent bien de maintenir un certain type de consommations auquel ils s'étaient habitués, éventuellement au prix d'un endettement accru, si d'aventure celui-ci est permis par le système financier. Toutefois, le segment d'activité ainsi préservé pourrait s'avérer fragile et les performances de l'industrie du luxe pourraient continuer d'être tirées par la consommation ostentatoire des vrais objets de luxe. Il n'est pas étonnant, alors, d'observer qu'avec la persistance de la crise et de son impact sur la consommation des ménages de la classe moyenne, une entreprise

comme PPR envisage de se [séparer de certaines enseignes](#), en l'occurrence la FNAC, pour se concentrer sur le luxe.

La santé insolente des industries de luxe n'a rien de paradoxal. Elle va de pair avec les difficultés croissantes des industries et des entreprises dont les produits et services sont destinés aux bénéficiaires de revenus moyens. La divergence sans cesse accentuée des performances entre industries et entreprises suivant leur positionnement de gamme n'est rien d'autre que le signe d'une aggravation de la crise.

La débâcle de l'austérité

par [Xavier Timbeau](#)

Ce texte résume les [prévisions d'octobre 2012 de l'OFCE](#)

L'année 2012 s'achève et les espoirs d'une sortie de crise sont, cette fois, bien déçus. Après une année 2012 marquée par la récession, la zone euro connaîtra une nouvelle année catastrophique en 2013 (-0,1 % de croissance du PIB en 2013 après -0,5 % en 2012, selon nos prévisions, voir tableau). Le Royaume-Uni n'échappe pas à cette évolution et s'enfonce un peu plus dans la crise (-0,4 % en 2012, 0,3 % en 2013). Au-delà des chiffres de croissance de l'activité, ce sont les évolutions du chômage qui rappellent la gravité de la situation. A l'exception de l'Allemagne et quelques autres

pays développés, aucune économie occidentale n'échappe à la persistance d'un chômage élevé, voire en progression comme en zone euro (le taux de chômage atteindrait 12 % en 2013 en zone euro au lieu de 11,2 % au deuxième trimestre 2012). Or, la persistance du chômage entraîne une dégradation de la situation de ceux qui ont perdu leur emploi, et qui, pour certains, basculant dans la catégorie des chômeurs de longue durée, doivent faire face à l'épuisement de leurs droits à indemnisation. Bien que connaissant une croissance de l'activité plus favorable que celle de la zone euro, le marché du travail aux Etats-Unis illustre bien une économie américaine engluée dans la Grande Récession.

Cette catastrophe, dont la zone euro est l'épicentre, est-elle du genre des événements imprévisibles ? Une fatalité qu'il nous faudrait accepter et dont il faudrait se préparer à supporter les conséquences ? Non, en réalité, le retour en récession découle d'un diagnostic erroné et de l'incapacité des institutions européennes à faire face rapidement à la logique de la crise. Cette nouvelle plongée est le résultat des politiques d'austérité massives, surdimensionnées, dont les impacts ont été sous-estimés. En voulant à tout prix et en urgence restaurer l'équilibre des finances publiques et la crédibilité de la gestion économique de la zone euro, on aboutit à la démonstration inverse. Pour sortir de cette ornière, il faudra un renversement de la politique économique en Europe.

La difficulté de la situation actuelle trouve sa source dans le creusement des déficits publics et le gonflement des dettes publiques qui atteignent en 2012 des niveaux record. Rappelons que ces déficits et ces dettes publics ne sont pas la cause de la crise de 2008-2009 mais une conséquence. Pour interrompre la spirale récessive de 2008-2009, les gouvernements ont laissé jouer les stabilisateurs automatiques, mis en œuvre des plans de relance et de soutien au secteur financier et socialisé une partie des dettes privées qui menaçaient de

déstabiliser l'ensemble de la finance mondiale. C'est cela qui a provoqué des déficits publics. C'est pour mettre un terme à la chute libre que l'on s'est résolu à la socialisation du problème.

Le retour en récession découle ainsi de la difficulté à soutenir cette socialisation des dettes privées. En effet, en zone euro, chaque pays doit faire face au financement de son déficit sans le contrôle de sa monnaie. La conséquence est immédiate : un concours de beauté des finances publiques les plus rigoureuses s'instaure entre les pays de la zone euro. Chaque agent économique européen cherche légitimement le support le plus fiable pour ses actifs et trouve le plus grand attrait aux titres de dette publique allemande. Les autres pays se trouvent dès lors menacés à plus ou moins long terme, ou immédiatement, d'une sanction directe : l'assèchement du financement par le marché. Pour attirer les capitaux, ils doivent alors accepter une hausse des taux d'intérêt et entreprendre dans l'urgence une purge de leurs finances publiques. Mais ils courent après une soutenabilité qui disparaît avec la récession, quand ils cherchent à la trouver par la restriction.

Pour les pays qui ont la maîtrise de leur politique monétaire, comme les Etats Unis ou le Royaume Uni, la situation est différente. En effet, l'épargne nationale s'expose au risque de change si elle est tentée de fuir vers d'autres pays. En outre, la banque centrale apporte la garantie de dernier ressort. L'inflation pourrait s'ensuivre, mais, quoi qu'il en soit, un défaut de paiement sur la dette publique est inenvisageable. Au contraire, dans la zone euro, cette perspective devient possible et le seul refuge à court terme est l'Allemagne, puisqu'elle sera le dernier pays à s'écrouler. Elle s'écroulera irrémédiablement elle aussi quand tous ses partenaires se seront écroulés.

La solution à la crise de 2008-2009 a donc consisté à socialiser des dettes privées devenues insoutenables après

l'éclatement des bulles spéculatives. Pour la suite, la solution consiste à résorber ces dettes désormais publiques sans engendrer la panique que l'on était parvenu à contenir à l'été 2009. Deux conditions sont nécessaires. La première est d'apporter la garantie qu'il n'y aura de défaut sur aucune dette publique, ni partiel, ni complet. Cette garantie ne peut être donnée en zone euro que par une forme de mutualisation des dettes publiques. Le dispositif annoncé par la BCE en septembre 2012, l'OMT (*Outright Monetary Transaction*), permet d'envisager une telle mutualisation. Il se heurte cependant à une possible contradiction. Il conditionne en effet le rachat des titres de dettes (et donc leur mutualisation par le biais du bilan de la BCE) à l'acceptation d'un plan d'assainissement des finances publiques. Or l'Espagne, qui a besoin de ce dispositif pour échapper à la pression des marchés, ne veut pas entrer à n'importe quelles conditions dans l'OMT. Relâcher la pression des marchés ne vaut que si cela autorise à sortir du cercle vicieux de l'austérité.

Car à l'impréparation des institutions européennes à une crise financière s'est ajoutée une erreur d'appréciation quant au fonctionnement des économies. Le cœur de cette erreur est l'évaluation erronée de la valeur des multiplicateurs qui permet de mesurer l'impact des politiques d'assainissement des finances publiques sur l'activité. En sous-estimant les multiplicateurs budgétaires, les gouvernements européens ont cru pouvoir rétablir rapidement et sans dommage l'équilibre de leurs finances publiques par une restriction rapide et violente. Influencés par une abondante littérature économique qui pouvait même laisser croire qu'une austérité pouvait être source de croissance, ils se sont engagés dans un programme de restriction budgétaire sans précédent.

Cependant, aujourd'hui, comme l'illustrent les spectaculaires révisions du [FMI](#) ou de la [Commission européenne](#), les multiplicateurs budgétaires seraient bien plus importants, parce que les économies connaissent des situations de chômage

involontaire prolongées. Un faisceau d'éléments empiriques converge dans ce sens, de l'analyse des erreurs de prévisions au calcul des multiplicateurs à partir des performances constatées en 2011 ou estimées en 2012 (voir les [textes complets de notre prévision d'octobre 2012](#)). Aussi estimons-nous le multiplicateur pour l'ensemble de la zone euro en 2012 à 1,6, soit une évaluation comparable à celles établies pour les Etats Unis et le Royaume Uni.

Ainsi, la seconde condition au rétablissement des finances publiques réside dans une estimation réaliste de l'effet multiplicateur. Plus le multiplicateur est élevé, plus une restriction budgétaire a un fort effet sur les finances publiques, et, en conséquence, un faible effet sur la réduction du déficit public. C'est de cette mauvaise combinaison que résulte la débâcle par l'austérité qui compromet la perspective du retour à l'équilibre des finances publiques. L'Espagne illustre à nouveau parfaitement cette implacable logique menée jusqu'à l'absurde d'une économie où un quart de la population active est sans emploi et qui risque la désintégration politique comme sociale.

Mais l'existence d'un multiplicateur élevé indique également la marche à suivre pour sortir du cercle vicieux de l'austérité. Il faut, au lieu de chercher à réduire à court terme à n'importe quel coût le déficit public, laisser l'économie revenir dans une zone de fonctionnement où les multiplicateurs sont plus faibles en retrouvant leur configuration usuelle. Il s'agit donc de reporter l'ajustement budgétaire à un moment où le chômage sera significativement réduit pour que la restriction budgétaire puisse produire son effet.

Reporter l'ajustement à plus tard suppose que la pression des marchés soit contenue par une banque centrale qui apporte la garantie nécessaire à la dette publique. Cela suppose également que les taux d'intérêt sur cette dette publique soient les plus bas possibles pour faire participer

financièrement les parties prenantes qui bénéficieront *in fine* de la soutenabilité des finances publiques. Cela suppose également en zone euro que la mutualisation des dettes publiques soit associée à une forme de contrôle sur la soutenabilité dans le long terme des finances publiques de chacun des Etats membres, autrement dit, d'un abandon partiel d'une souveraineté nationale devenue inopérante, au profit d'une souveraineté supranationale, seule à même de dégager des marges de manœuvre nouvelles qui permettent de sortir de la crise.

Prévisions de croissance de l'OFCE, octobre 2012

Taux de croissance annuel du PIB, en %

	2011	2012	2013
Zone euro	1,5	-0,5	-0,1
Allemagne	3,1	0,8	0,6
France	1,7	0,1	0,0
Italie	0,5	-2,4	-1,1
Espagne	0,4	-1,4	-1,2
Pays-Bas	1,1	-0,2	0,3
Belgique	1,8	-0,1	0,9
Finlande	2,8	0,8	1,1
Autriche	2,7	1,0	0,5
Portugal	-1,7	-2,8	-1,2
Grèce	-6,2	-6,2	-3,7
Irlande	0,8	-0,4	-0,1
Royaume-Uni	0,9	-0,4	0,3
États-Unis	1,8	2,2	0,9
Japon	-0,7	2,4	1,3

Sources : comptabilités nationales, prévision OFCE octobre 2012.

Gouvernance des finances publiques : du Pacte budgétaire à la loi organique

par [Henri Sterdyniak](#)

Ainsi, le gouvernement français a fait voter par le Parlement une « loi organique relative à la programmation et à la gouvernance des finances publiques », traduction dans le droit français du Pacte budgétaire (le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance), que la France s'était engagée à ratifier. Cette loi qui peut être appréciée de deux points de vue, celui de la conformité au Traité ou celui de sa pertinence propre, va-t-elle améliorer la politique budgétaire française ?

En fait, comme le Conseil constitutionnel lui en avait ouvert la possibilité, le gouvernement a choisi une prise en compte *a minima* du Traité, puisque la nouvelle procédure budgétaire n'est pas intégrée dans la Constitution. Nous le verrons, le Traité prévoit certaines procédures automatiques contraignantes, que le loi organique tempère ou n'évoque pas.

La loi organique comporte trois chapitres, concernant respectivement la loi de programmation des finances publiques, le Haut Conseil des finances publiques et le mécanisme de correction.

La loi de programmation

L'article 1 de la loi organique stipule : « Dans le respect de l'objectif d'équilibre des comptes des administrations publiques énoncé à l'article 34 de la Constitution, la loi de programmation des finances publiques fixe l'objectif à moyen terme des administrations publiques mentionné à l'article 3 du TSCG ».

L'article 34 de la Constitution, adopté le 31 juillet 2008, ne fixait qu'un objectif de moyen terme non contraignant. Il n'a guère eu d'influence sur la politique budgétaire suivie depuis. En période de crise, les orientations pluriannuelles perdent vite toute influence. Ce fut le cas, par exemple, en 2009. Le déficit de 2009, qui devait être de 0,9% du PIB selon la loi de programmation quadriennale de janvier 2008, de 3,9% du PIB selon celle de janvier 2009, fut finalement de 7,5%. Faut-il renoncer à cette souplesse ?

Par ailleurs, comment la loi de programmation peut-elle « fixer l'objectif » alors que cet objectif découle de l'article 3 du Traité, qui dit clairement que l'objectif doit être un déficit structurel inférieur à 0,5 % du PIB et que la trajectoire d'ajustement permettant une convergence rapide vers l'équilibre sera proposée par la Commission européenne ?

L'ambiguïté de cet article ne vise-t-elle pas à concilier l'inconciliable : la souveraineté du Parlement en matière budgétaire et l'engagement de la France à respecter les consignes de la Commission ?

L'article 1 de la loi organique continue : « La loi de programmation détermine la trajectoire des soldes structurels et effectifs annuels successifs... Le solde structurel est le solde corrigé des variations conjoncturelles et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires ». L'article 3 précise que la période couverte est d'au moins trois ans.

Ainsi, la loi ne tient aucun compte de l'expérience du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) : il est impossible de fixer la trajectoire des finances publiques, en termes structurel et effectif, pour une durée de trois ans. En janvier 2008, la France s'était ainsi engagée à avoir un solde équilibré en 2012. Elle en sera loin. Faut-il prendre des engagements impossibles à tenir ?

Impossible pour deux raisons. D'une part, les fluctuations

économiques imprévisibles rendent nécessaire d'adapter en permanence la politique économique. En cas de crise profonde, comme depuis 2009, il faut à la fois laisser jouer les stabilisateurs économiques et prendre des mesures discrétionnaires (qui creusent le déficit dit structurel). S'il est pris au sérieux, le Traité interdit toute politique de soutien de l'activité en période de chute de l'activité. A l'automne 2008, la France avait, selon la Commission, un déficit structurel de 3,2 % du PIB. Si le Traité avait été en vigueur, elle aurait dû le réduire rapidement, passer à 2,5 % en 2009. En fait, la France est passée à un déficit dit structurel de 6 % du PIB, selon l'évaluation de la Commission. Soit 3,5 points de plus. Le gouvernement a-t-il eu tort de soutenir l'activité, de venir au secours des banques ? Aurait-il dû se lancer dans une politique fortement restrictive pour compenser la chute des recettes fiscales ?

Certes, le texte est ambigu. D'une part, il est indiqué que le déficit structurel ne tient pas compte des mesures « ponctuelles et temporaires ». L'aide aux banques est sans doute une mesure ponctuelle, mais aussi, pourquoi pas, l'ensemble des mesures de relance de 2009 ou, en sens inverse, la tranche de l'IR à 75 %, prévue pour 2 ans ? Qui en décidera ? D'autre part, le Traité reconnaît qu'un pays peut s'écarter de son objectif ou de sa trajectoire d'ajustement en cas de « circonstances exceptionnelles », qui, depuis la révision du PSC, peuvent être interprétées comme une croissance négative ou un écart de production important. Mais, la Commission se refuse à reconnaître que la plupart des pays de la zone euro sont dans ce cas de figure depuis 2009 et persiste à vouloir leur imposer des politiques de réduction rapide de leur déficit.

D'autre part, un Etat n'a aucune raison économique de se fixer une norme d'équilibre des finances publiques. Selon la vraie « règle d'or des finances publiques », celle qui a été énoncée par l'économiste Paul Leroy-Baulieu à la fin du XIX^e siècle,

il est légitime de financer par l'endettement les investissements publics. Dans le cas de la France, un déficit structurel de l'ordre de 2,4 % du PIB est légitime.

Comme le Traité, l'article 1 de la loi organique fait référence au solde structurel, celui que la France connaîtrait si elle était à sa production potentielle, la production maximale compatible avec la stabilité de l'inflation. Mais la mesure de cette production potentielle, qui n'est pas observable, est un sujet de discussions entre les économistes. Les diverses méthodes aboutissent à des résultats divergents, soumis à de fortes révisions. Le déficit structurel français en 2012 serait de 3,6 % selon le gouvernement français ; de 3 % selon la Commission, de 2,8 % selon l'OCDE ; de 0,5 % selon nous, puisque la crise nous a fait perdre 8 % de PIB par rapport à notre croissance tendancielle. Le Traité impose que c'est la méthode de la Commission qui sera utilisée. Est-ce scientifiquement légitime ? La France pourra-t-elle remettre en cause cette évaluation ?

L'article 5 précise que les hypothèses de croissance potentielle devront être présentées dans un rapport annexe, mais la définition de la croissance potentielle est encore plus contestable que celle de la production potentielle. Par exemple, le dernier projet de loi de finances retient, pour la France, une croissance potentielle de 1,5 % l'an d'ici 2017, en renonçant donc à tout jamais à combler les 8 points d'activité perdus du fait de la crise.

La loi organique oublie l'article 4 du Traité (qui oblige un pays ayant une dette supérieure à 60 % du PIB à réduire l'écart d'un vingtième par an). Elle oublie l'article 5 qui précise qu'un pays soumis à une Procédure de Déficit Excessif (PDE) est mis sous tutelle, doit soumettre au Conseil et à la Commission des plans budgétaires annuels ainsi que la liste des réformes structurelles qu'il mettra en œuvre pour une correction durable de son déficit. C'est cet article qui oblige la France, comme beaucoup de pays de l'UE, à tout faire

pour atteindre les 3 % de déficit en 2013, quelle que soit l'évolution économique, puisque, en cas de PDE, la contrainte porte sur le solde effectif et non sur le solde structurel. Elle oublie l'article 7 qui précise que, dans ce cadre, les décisions de la Commission s'imposent (les pays membres ne pouvant s'y opposer qu'à la majorité qualifiée, le pays concerné ne votant pas).

La loi de programmation portera sur une période de quatre à cinq ans, mais sera revotée chaque année, de sorte que la contrainte ainsi introduite pourra être tournée par le vote d'une nouvelle loi de programmation, comme c'est le cas en France, depuis que le PSC existe. Ainsi, la loi de programmation n'introduit pas, en elle-même, de contrainte supplémentaire à celle qu'imposent déjà les textes européens.

Le Haut conseil des finances publiques

La loi organique met en place un Haut Conseil des finances publiques qui donnera son avis sur les prévisions macroéconomiques sous-jacentes au Projet de Loi de Finances, au Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale, aux Projets de Loi de Finances rectificatives, au Programme de stabilité que la France doit fournir aux instances européennes, à la Loi de programmation. Il évaluera le respect des engagements européens de la France ; il vérifiera que le PLF est conforme à la trajectoire annoncée dans la loi de programmation. Il donnera son avis sur l'évocation de « circonstances exceptionnelles ».

Présidé par le Président de la Cour des comptes, le Haut conseil comprendrait quatre magistrats de la Cour des comptes et quatre membres désignés en raison de leur compétence en matière de finances publiques par les présidents de l'Assemblée nationale, du Sénat et des deux commissions des finances. Cette prédominance de la Cour des comptes est problématique. Les magistrats de la Cour des comptes ne sont pas *a priori* des experts en macroéconomie ; ils sont souvent,

par fonction, plus attachés à l'équilibre des finances publiques qu'à la croissance et à l'emploi. Les derniers rapports de la Cour des comptes sous-estiment par exemple l'écart de production, soutiennent la thèse que le multiplicateur de dépenses publiques est proche de zéro, qu'il vaut mieux réduire les dépenses publiques qu'augmenter les impôts. On aimerait être certain que la composition, les travaux et les rapports du Haut conseil refléteront la diversité d'opinions qui existe en matière de politique budgétaire.

Plus fondamentalement, on peut se demander si ce Haut conseil aura une marge d'appréciation. Aura-t-il le droit de considérer que la trajectoire d'ajustement est trop restrictive, que l'objectif de moyen terme n'est pas réaliste ? Quelle sera la stratégie préconisée par ce Haut conseil en cas de ralentissement de l'activité : une politique expansionniste pour soutenir la croissance ou une politique restrictive pour restaurer les finances publiques ?

Supposons par exemple que le gouvernement présente pour 2013 un budget basé sur une croissance de 1,2 % aboutissant à un déficit de 3 %. Le Haut conseil considère que la croissance ne sera que de 0,6 %, ce qui provoquera une baisse de rentrées fiscales, donc un déficit de 3,3 %. Préconisera-t-il de tout faire pour aboutir à un déficit de 3 % ? En supposant que le multiplicateur est de 1, il faudra trouver 12 milliards de hausses d'impôts (ou de baisses de dépenses), soit 0,6 % du PIB, pour *ex post* avoir un déficit de 3 %, mais une croissance nulle. Ainsi, le risque est grand d'aboutir à des politiques pro-cycliques. Il sera certes atténué quand la France ne sera plus soumise à une PDE car le Haut conseil pourra raisonner en termes de déficit structurel, mais il persistera car tout dépendra alors de l'évaluation du déficit structurel.

Se pose enfin la question : quelle sera la légitimité de ce Haut conseil ? Le choix de la politique budgétaire doit être soumis à des procédures démocratiques. L'appréciation de la

politique économique fait parti du débat scientifique et démocratique. Doit-elle être confiée à un Haut conseil, majoritairement composé de magistrats plutôt que d'économistes d'une part, aux représentants de la Nation de l'autre ?

Certes le Haut conseil ne fera que donner des avis, que ni le gouvernement, ni le parlement ne seront obligés de suivre, mais le risque est grand que ces avis influencent les marchés financiers et la Commission et que le gouvernement ne puisse s'en écarter sans risque.

Le mécanisme de correction

Pour garantir que les pays suivront bien la trajectoire d'ajustement, le Traité impose aux pays de prévoir un mécanisme de correction automatique si des écarts sont constatés par rapport à cette trajectoire. Dans l'esprit des négociateurs des pays du Nord et des membres de la Commission, ce mécanisme devrait stipuler que si un écart de 1 % du PIB apparaît l'année N, la Constitution prévoit que, automatiquement, tel impôt (la TVA par exemple) est relevé de 0,5 point de PIB tandis que telles dépenses (les prestations sociales par exemple) sont diminuées de 0,5 point de PIB.

En fait, le chapitre 3 de la loi organique française prévoit que le Haut conseil signale un tel écart, que le gouvernement expose les raisons de cet écart et qu'il en tienne compte dans l'élaboration du prochain PLF. Les droits du Parlement sont respectés, mais l'automaticité n'est heureusement pas assurée.

Conclusion

Dans l'esprit de ses initiateurs, le Traité budgétaire doit mettre fin à la possibilité de politiques budgétaires nationales autonomes. Les politiques budgétaires doivent devenir automatiques. L'objectif de la politique budgétaire doit être l'équilibre budgétaire, comme celui de la politique monétaire doit être la lutte contre l'inflation, la croissance et l'emploi devant être recherchés par des réformes

structurelles libérales.

La loi organique apparaît comme un compromis ambigu. La France ratifie le Traité, mais ne le met en œuvre qu'avec réticence. Il ya fort à parier que, comme le Pacte de stabilité, les tensions seront vives dans la zone euro entre les rigoristes qui demanderont une application stricte du Traité et ceux qui ne voudront pas lui sacrifier la croissance.

L'Inégalité Nuit-elle à la Performance Economique ?

par [Francesco Saraceno](#)

La théorie économique a longtemps négligé les effets de la répartition des revenus sur la performance de l'économie. On apprenait aux étudiants dès la première année d'études qu'il fallait séparer le sujet de l'efficacité de celui de l'équité. L'idée étant qu'il fallait élargir au maximum la taille du gâteau avant de le partager. Il était implicite dans cette dichotomie que l'économiste devait traiter la question de l'efficacité, laissant au politique les choix de distribution (ou redistribution). Dans ce cadre l'économiste devait seulement veiller à ce que les choix de redistribution par le canal de l'impôt et de la dépense publique ne nuisent pas à la croissance en perturbant les incitations des agents. Des échos de cette vision se retrouvent aussi bien dans la discussion sur la taxation des très gros revenus envisagée par le gouvernement français, que dans des auteurs, comme [Raghuram Rajan](#), qui justifient les inégalités en se référant au progrès technique et au commerce international, ce que réfute [Paul](#)

[Krugman](#).

Certes, depuis les travaux de Simon Kuznets dans les années cinquante, quelques économistes se sont demandés si une inégalité excessive ne nuirait pas, notamment en empêchant l'accumulation de capital humain, à la croissance de l'économie. Mais cette perception est longtemps restée minoritaire parmi les économistes. A preuve, l'augmentation spectaculaire des inégalités documentée parmi d'autres par [Atkinson Piketty et Saez](#), mais aussi par des institutions tels que [l'OCDE](#) et le [FMI](#) n'a pas donné lieu à une réflexion approfondie sur la relation entre inégalité et la performance économique.

Seule la crise a fait resurgir cette préoccupation. L'inégalité croissante [est soupçonnée](#) d'être une des sources de l'augmentation de la dette des ménages et de la formation de bulles spéculatives, menant à l'accumulation de déséquilibres internes et externes qui ont conduit à la crise actuelle. C'est ce que développent des auteurs comme [Joseph Stiglitz](#) et [James Galbraith](#).

Aujourd'hui la dichotomie entre efficacité et répartition n'est plus tenable. L'inégalité devient un thème incontournable de l'analyse économique, de court comme de long terme. Pour stimuler la discussion sur ce sujet, l'OFCE et SKEMA Business School organisent un workshop sur "[Inequality and Economic Performance](#)", à Paris, le 16 et 17 octobre 2012.

La crise au Royaume-Uni : les femmes sont-elles moins touchées que les hommes ?

par [Hélène Périvier](#)

Dans la plupart des pays d'Europe, la crise a affecté davantage l'emploi des hommes que celui des femmes. Le Royaume-Uni n'échappe pas cette règle : au sein de la population des 15 ans et plus, entre 2008 et 2011, l'emploi des hommes y a baissé de 1,6 %, contre seulement 0,3 % pour celui des femmes. On pourrait donc conclure que les femmes ont été préservées par rapport aux hommes par la tempête qui secoue le marché du travail au Royaume-Uni, et plus généralement en Europe. Dans l'absolu c'est incontestable mais en relatif rien n'est moins sûr...

L'impact sexué de la crise sur l'emploi tient pour beaucoup à la segmentation du marché du travail : les femmes et les hommes n'évoluent pas dans les mêmes secteurs d'activité ; les secteurs dans lesquels les femmes sont sur-représentées ont été moins touchés par la crise du fait de la nature de ces emplois. Au Royaume-Uni, les femmes occupent 78 % des emplois dans le secteur « Santé humaine et action sociale » ou encore 72 % dans le secteur de l'« éducation ». Ces secteurs reposent pour beaucoup sur l'emploi public ou parapublic et sont moins exposés aux affres de la conjoncture économique : entre 2008 et 2011 l'emploi dans le secteur « santé et social » a augmenté de presque 8 % et plus de 12 % dans celui de l'éducation. Inversement, les femmes ne représentent que 11 % des travailleurs dans le BTP ou encore 14 % dans l'industrie, secteurs qui ont subi le choc sur l'emploi le plus important (respectivement -19,6 % et -17,3 % sur la même période). Ainsi, les femmes semblent avoir été protégées des effets de la crise sur l'emploi du fait de leur sur-

représentation dans des secteurs dans lesquels l'emploi est moins réactif à la conjoncture. L'histoire pourrait s'arrêter là, mais les choses ne sont jamais aussi simples qu'elles ne paraissent, car cette explication ne tient que si la part des femmes dans chaque secteur était restée la même durant le choc. Or il n'en est rien.

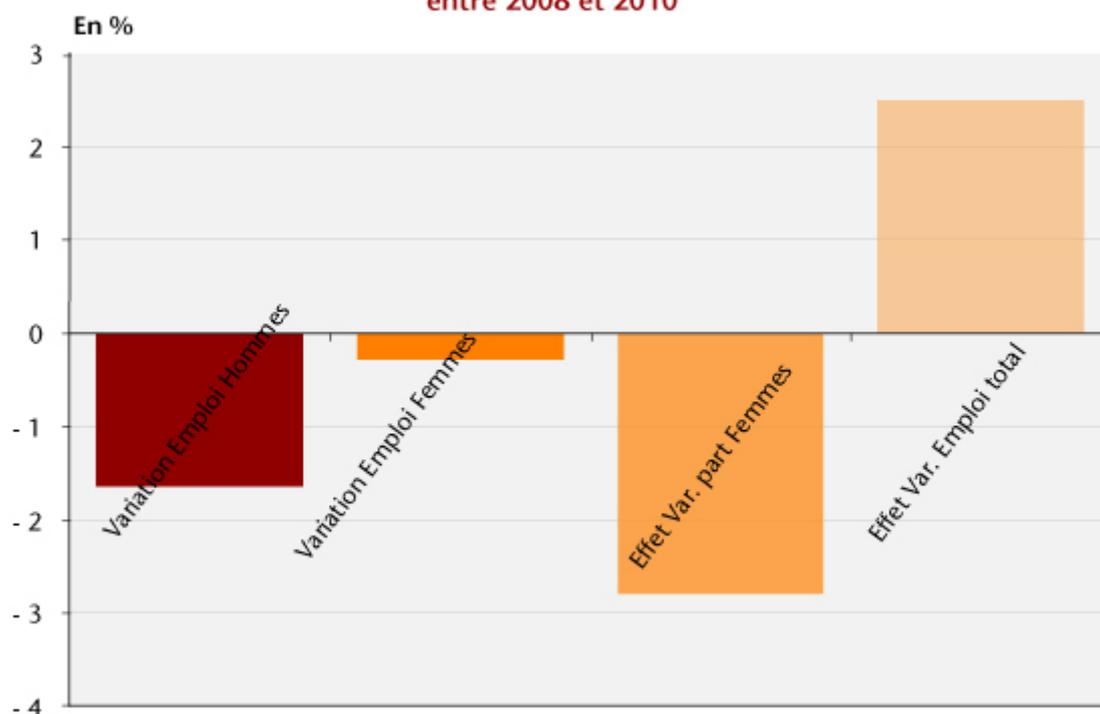
Une décomposition statistique de la variation de l'emploi permet de distinguer ce qui dans la variation de l'emploi est dû à la variation de l'emploi total de ce qui est dû la variation de la part des femmes dans chaque secteur. Il ressort du graphique 1 que si la part des femmes dans chaque secteur était restée constante entre 2008 et 2011, alors l'emploi des femmes n'aurait pas baissé de 0,3 % sur la période mais au contraire il aurait augmenté de 2,5 % : la baisse, même faible, de l'emploi des femmes sur la période est due à une modification de leur part dans certains secteurs.

Si on regarde de plus près les secteurs qui pèsent dans le volume d'emploi global, on constate que dans le BTP ou l'industrie, les femmes ont été plus affectées par les réductions d'emploi qu'elles auraient dû l'être étant donné leur sous-représentation dans ces secteurs en 2008. L'effondrement de l'emploi dans le BTP et l'industrie a disproportionnellement touché les femmes. Les secteurs où les femmes sont très présentes ont bénéficié au contraire de fortes créations d'emplois de 2008 à 2011 : +370 000 emplois dans l'éducation et presque +305 000 dans la santé et l'action sociale. Mais ces créations d'emploi n'ont pas autant bénéficié aux femmes qu'elles auraient dû étant donné leur part dans ce type d'activité en 2008. Le graphique 2 montre que dans l'éducation, le nombre d'emplois occupés par des femmes aurait dû augmenter de 271 000 si leur part dans l'éducation était restée la même, mais le nombre d'emplois supplémentaires entre 2008 et 2011 pourvus par des femmes n'a été que de 231 700.

Finalement dans les secteurs où le choc a été violent, les

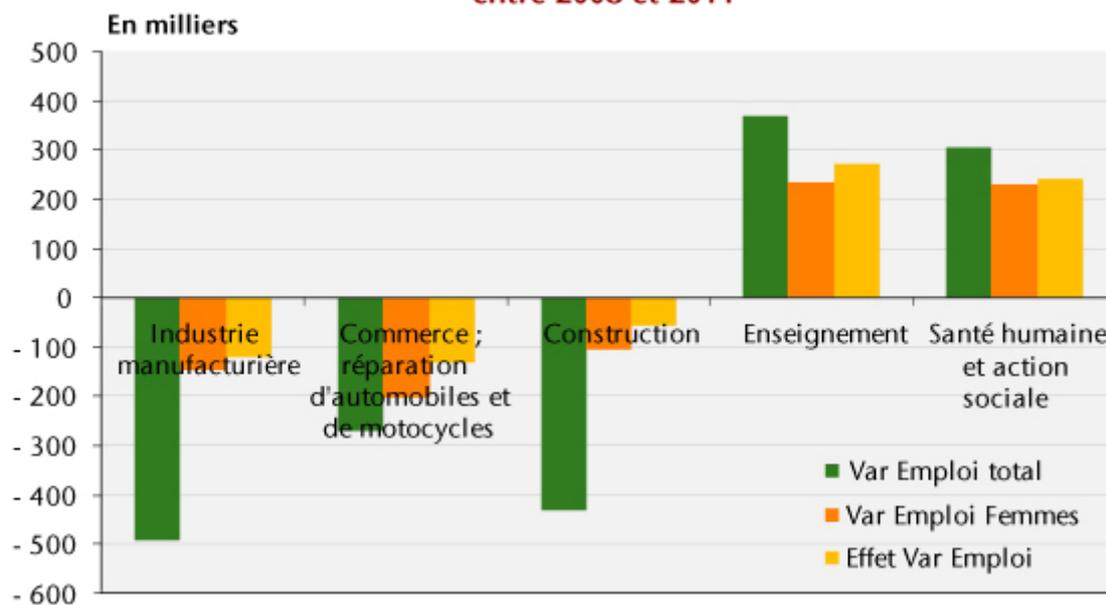
femmes ont été sur-affectées par les destructions d'emplois et dans les secteurs où l'emploi est resté dynamique elles en ont moins bénéficié que ce qu'elles auraient dû. *In fine*, dans l'absolu l'emploi des femmes a moins souffert que celui des hommes, mais en relatif elles ont davantage été affectées. La segmentation du marché du travail qui pèse sur l'égalité professionnelle entre femmes et hommes n'a pas été un bouclier efficace pour l'emploi des femmes dans la crise.

1. Décomposition de l'évolution de l'emploi au Royaume Uni entre 2008 et 2010



Source : Eurostat, calculs de l'auteur.

2. Evolution de l'emploi dans 5 secteurs au Royaume Uni entre 2008 et 2011



Source : Eurostat, calculs de l'auteure.

Prendre la crise par les sentiments (du marché)

par Anne-Laure Delatte

Les facteurs fondamentaux seuls ne peuvent pas expliquer la crise européenne. Un [nouveau document de travail de l'OFCE](#) montre l'incidence des croyances de marché pendant cette crise. Dans cette étude, nous cherchons où se forment les sentiments de marché et par quels canaux ils se transmettent. Qu'est-ce qui fait basculer le marché de l'optimisme au pessimisme ? Nos résultats indiquent : 1) qu'il y a une forte

dynamique auto-réalisatrice dans la crise européenne : la peur du défaut est justement ce qui conduit au défaut ; 2) le petit marché des dérivés de crédit, les *Credit Default Swaps*, ces instruments d'assurance utilisés pour se protéger contre le risque de défaut d'un emprunteur, est le premier catalyseur des sentiments du marché. Ce résultat devrait inquiéter au plus haut point les politiques en charge de la régulation financière car le marché des CDS est opaque et concentré, deux caractéristiques favorables aux comportements abusifs.

Quel rôle les investisseurs jouent-ils pendant une crise ? Si des ventes massives de titres révèlent les faiblesses d'un modèle économique, alors il serait dangereux de les limiter : ce serait tuer le messager. Mais si ces ventes massives sont déclenchées par un soudain retournement du sentiment de marché, un mouvement de panique, une méfiance des investisseurs à l'égard d'un Etat, alors il est utile de comprendre comment se forment les croyances de marché, pour pouvoir mieux les maîtriser le moment venu.

Pour répondre à cette question dans le contexte de la crise européenne, nous nous sommes inspirés des travaux portant sur la crise du système monétaire européen de 1992-93, qui présente de nombreux points communs avec la situation actuelle. Les investisseurs doutaient alors de la crédibilité du système monétaire européen et le mettaient à l'épreuve en spéculant contre les devises européennes (*sic*). La livre sterling, la lire, la peseta, etc. furent attaquées tour à tour et les gouvernements durent lâcher du lest en dévaluant leur monnaie nationale. Cette crise a, dans un premier temps, posé une énigme aux économistes qui n'arrivaient pas expliquer le lien entre les attaques spéculatives et les facteurs fondamentaux : d'une part tous les pays attaqués ne souffraient pas des mêmes maux ; d'autre part alors que la situation économique se détériorait progressivement, pourquoi

les investisseurs décidaient-ils soudainement de s'en prendre à une devise et pas une autre ? Enfin pourquoi ces attaques étaient-elles couronnées de succès ? La réponse était que la spéculation n'était pas déterminée uniquement par la situation économique (dite fondamentale) mais qu'elle était auto-réalisatrice.

Il pourrait bien en être de même aujourd'hui Si c'est le cas, la crise en Espagne, par exemple, trouverait ses racines dans les croyances des investisseurs : à partir de 2011 l'Espagne a été désignée comme le maillon faible de la zone euro, les investisseurs ont alors vendu leurs titres espagnols et fait grimper les taux d'emprunt. Les paiements d'intérêts ont plombé les comptes publics et la dette a dérapé. Le déficit public espagnol sera plus important en 2012 qu'en 2011 malgré des efforts d'austérité considérables. La crise est auto-réalisatrice dans la mesure où elle valide *a posteriori* les croyances des investisseurs.

Comment le prouver ? Comment tester la présence de dynamique auto-réalisatrice pendant la crise européenne ? Notre proposition est la suivante : les croyances du marché sont une variable déterminante si, pour la même situation économique, les investisseurs exigent un taux d'intérêt différent : quand le marché est optimiste, l'écart de taux d'intérêt entre l'Allemagne et l'Espagne est plus bas que quand le marché est pessimiste.

Nos estimations confirment cette hypothèse pour un panel constitué de la Grèce, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et le Portugal: sans une modification notable de la situation économique, les écarts de taux d'intérêt ont augmenté soudainement à la suite d'un changement dans les croyances de marché.

La question suivante est de savoir où se forment ces croyances du marché. Nous avons testé plusieurs hypothèses. Finalement le marché des *Credit Default Swaps* (CDSs) joue ce rôle de

catalyseur des sentiments de marché. Les *CDS* sont des produits d'assurance conçus par des banques à l'origine pour s'assurer contre l'éventualité de défaut d'un emprunteur. Un investisseur qui détient des obligations peut se protéger contre le non remboursement du titre à échéance en achetant des *CDS* : il verse alors une prime régulière au vendeur qui s'engage à lui racheter ses obligations si l'emprunteur fait faillite. Toutefois, rapidement, le produit d'assurance est devenu un instrument de spéculation : une grande majorité des opérateurs qui achètent des *CDS* ne sont pas propriétaires d'une obligation associée (sous-jacente dans le jargon financier). En réalité ils s'en servent pour parier sur le défaut de l'emprunteur. C'est comme si les habitants d'une rue assuraient tous la même maison, sans y habiter, et espéraient qu'un incendie ait lieu.

Or nos résultats indiquent que c'est justement sur ce marché que se forment les croyances des investisseurs vis-à-vis de la dette d'un pays souverain. Dans un environnement rempli d'incertitudes et d'informations incomplètes, le marché des *CDSs* transmet un signal qui conduit les investisseurs à penser que d'autres investisseurs « savent quelque chose ». A situation économique égale, nos estimations indiquent que les investisseurs exigent un taux d'intérêt plus élevé quand les primes de *CDS* grimpent.

Pour résumer, certains pays européens sont soumis à des dynamiques spéculatives auto-réalisatrices. Un petit marché d'assurance joue un rôle déstabilisant car les investisseurs croient en l'information qu'il transmet. C'est inquiétant pour deux raisons. D'une part, nous l'avons dit, cet instrument, le *CDS*, est devenu un pur produit de spéculation. D'autre part, c'est un marché non réglementé, opaque et concentré. Autrement dit, tout pour favoriser des comportements abusifs... 90% des transactions sont réalisées entre les 15 plus grandes banques du monde (JP Morgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, etc.). et ces transactions se font de gré à gré, c'est-à-dire pas sur un

marché organisé. Difficile de surveiller ce qui s'y tracte dans ces conditions...

Deux voies de réforme ont été adoptées en Europe cette année. D'une part l'interdiction d'acheter des *CDS* si on ne détient pas l'obligation sous-jacente. La loi entrera en vigueur en novembre 2012 dans toute l'Union européenne. D'autre part, l'obligation de passer par un marché organisé pour donner de la transparence aux transactions. Malheureusement aucune de ces deux réformes n'est satisfaisante. Pourquoi ? La réponse au prochain post...

Comment rétablir l'équilibre commercial de la France*

par [Eric Heyer](#)

Le Premier ministre, Jean-Marc Ayrault s'est engagé à rétablir la balance commerciale de la France, hors énergie, d'ici à la fin du quinquennat. Sans revenir sur cette curiosité qui consiste à soustraire de l'analyse commerciale de la France le déficit énergétique, comme si ce dernier ne comptait pas dans la dépendance de la France vis-à-vis du reste du monde, nous allons tenter d'examiner les différentes solutions que le gouvernement pourrait appliquer pour y parvenir.

La première solution est de ne rien faire et d'attendre que la politique d'austérité mise en place dans l'hexagone par l'intermédiaire des baisses des dépenses publiques et des hausses d'impôts casse le pouvoir d'achat des ménages. Aidée par la hausse du chômage et l'épargne de précaution des ménages qui en résulte, la consommation des Français baisserait. Or une partie de celle-ci est réalisée hors de

France, ce qui limiterait alors les importations de la France en provenance de l'extérieur et améliorerait, toutes choses égales par ailleurs, notre balance commerciale.

Cette solution, vous l'aurez compris, n'est non seulement pas vertueuse, puisqu'elle s'appuie sur une baisse du pouvoir d'achat des salariés et une hausse du chômage, mais a également peu de chance d'aboutir car elle suppose que les exportations françaises ne suivent pas le même chemin que les importations et continuent de croître. Or, nos pays partenaires s'engageant dans la même stratégie de retour rapide à des finances publiques équilibrées, leurs politiques d'austérités réduiront, par le même mécanisme que décrit précédemment pour la France, leur demande intérieure et par là même leurs importations dont une partie forment nos exportations.

En conséquence, et puisque les plans d'austérité sont plus conséquents chez nos partenaires que chez nous, il y a une probabilité forte pour que nos exportations décroissent plus vite que nos importations, aggravant alors notre déficit commercial.

La deuxième solution consiste à accroître nos exportations. Dans un contexte de croissance faible, voire négative, chez nos partenaires européens qui constituent 60 % de nos échanges, cela ne peut passer que par des gains de parts de marché. La baisse du coût du travail paraît être le moyen le plus rapide pour y parvenir. Mais baisser les charges salariales dans un contexte de retour à l'équilibre des finances publiques ne peut se réaliser qu'en les transférant vers un autre impôt : c'est la logique de la « TVA sociale » mise en place par le gouvernement précédent mais abrogée par le nouveau qui semble pencher davantage vers un transfert sur la CSG dont l'avantage est d'avoir une assiette plus large, touchant l'ensemble des revenus, y compris ceux du capital.

Mais, outre le fait que cette stratégie n'est pas coopérative

puisque'elle s'apparente à une dévaluation compétitive et consiste pour l'essentiel à gagner des parts de marché sur nos partenaires de la zone euro, rien n'indique que celle-ci sera suffisante. En effet, rien n'empêcherait nos partenaires à utiliser le même procédé et ce d'autant plus que leur situation économique s'avère davantage dégradée que la nôtre, ce qui annulerait tout ou partie des gains potentiels de compétitivité.

La dernière solution consiste alors à améliorer notre compétitivité en augmentant la productivité de nos salariés et en se spécialisant dans des secteurs à forte valeur ajoutée, non soumis à la compétitivité des pays émergents à bas coûts.

Cette stratégie, de moyen terme, nécessite la mise en place de politiques favorisant l'innovation, la recherche et le développement, la formation continue. Elle passe également par une montée en gamme de nos produits traditionnels comme l'automobile mais aussi par une spécialisation dans des secteurs d'avenir.

La nécessité d'une transition écologique vers un mode de production plus économe en énergie peut être ce secteur d'avenir et donc la solution à notre déficit extérieur.

* Ce texte est issu d'une série de chroniques réalisées par Eric Heyer sur France Culture dans « Les carnets de l'économie ». Il est possible de réécouter ces chroniques sur [France Culture](#).