# Les programmes de QE créent-ils des bulles ?

par Christophe Blot, Paul Hubert et Fabien Labondance

La mise en œuvre des politiques monétaires non-conventionnelles depuis 2008 par les banques centrales a-t-elle créé de nouvelles bulles qui menacent aujourd'hui la stabilité financière et la croissance mondiale ? Telle est la question qui revient régulièrement (voir ici, là ou encore ici et là). Comme le montre Roger Farmer, force est de constater qu'il y a une forte corrélation entre les achats de titres par la Réserve fédérale – la banque centrale américaine – et l'indice boursier (S&P 500) aux Etats-Unis (graphique 1). Si l'argument peut sembler à première vue convaincant, les faits méritent néanmoins d'être discutés et précisés. Premièrement, il n'est pas inutile de rappeler que corrélation n'est pas causalité. Deuxièmement, l'augmentation des prix d'actifs est précisément un canal de transmission de la politique monétaire conventionnelle et de l'assouplissement quantitatif (QE). Enfin, toute augmentation des prix d'actifs ne peut être assimilée à une bulle et il convient de différencier l'évolution liée aux fondamentaux de celle purement spéculative.

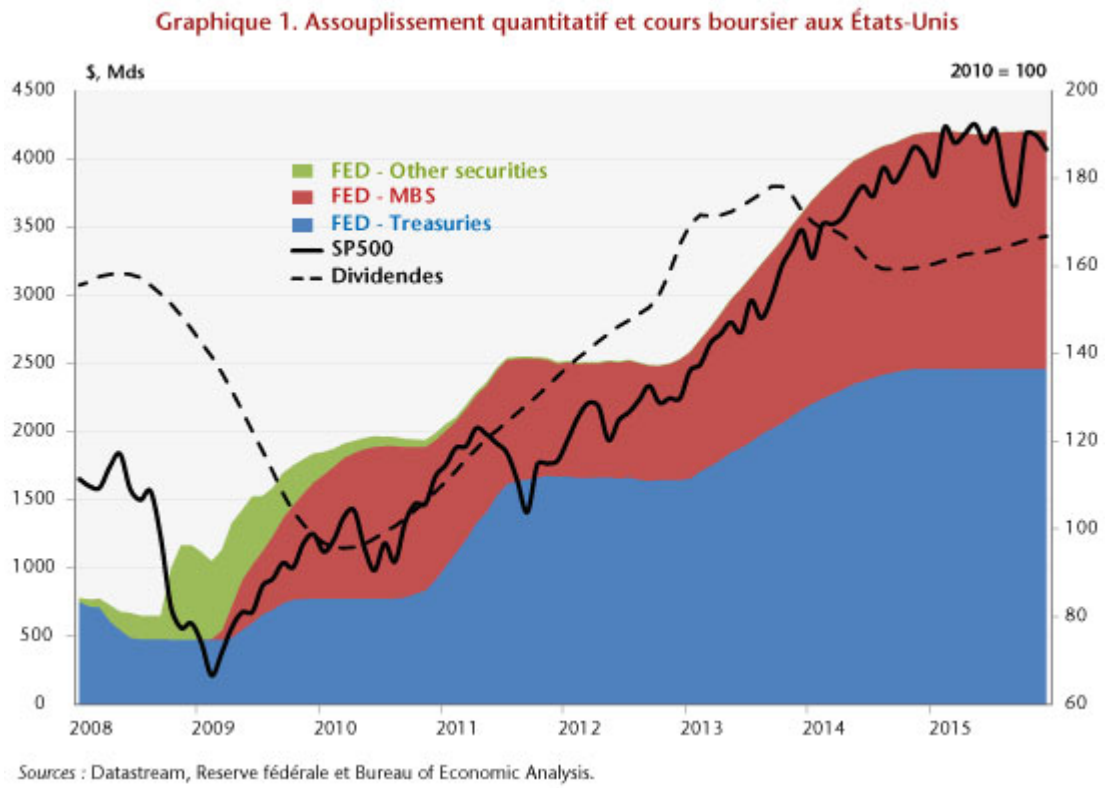
***La hausse des prix d'actifs est un élément de la transmission de la politique monétaire***

Si l'objectif final des banques centrales est la stabilité macroéconomique[1], la transmission de ces décisions aux variables objectifs (inflation et croissance) se fait *via* divers canaux dont certains s'appuient explicitement sur les variations de prix d'actifs. Ainsi, les effets attendus du QE sont supposés être notamment transmis par des effets dits de portefeuille. En achetant des titres sur les marchés, la banque centrale incite les investisseurs à réallouer leur

portefeuille de titres à d'autres actifs. L'objectif est ainsi d'assouplir plus largement les conditions de financement de l'ensemble des agents économiques, pas uniquement de ceux dont les titres sont ciblés par le programme de QE. Ce faisant, l'action de la banque centrale pousse les prix d'actifs à la hausse. Il n'est donc pas surprenant d'observer une augmentation des cours boursiers en lien avec le QE aux Etats-Unis.

***Toute hausse du prix d'un actif n'est pas une bulle***

Par ailleurs, il faut s'assurer que la corrélation entre les achats d'actifs et leur prix n'est pas qu'un simple artefact statistique. La hausse observée des prix pourrait aussi traduire une évolution favorable des fondamentaux et donc s'expliquer par l'amélioration des perspectives de croissance aux Etats-Unis. Le modèle standard de détermination du prix des actifs financiers établit que son prix est égal à la valeur actualisée des flux de revenus (dividendes) anticipés. Bien que ce modèle repose sur de nombreuses hypothèses (plutôt restrictives), il permet néanmoins d'identifier un premier candidat, l'évolution des dividendes, pour expliquer l'évolution du prix des actions aux Etats-Unis depuis 2008. Le graphique 1 montre clairement une corrélation entre la série des dividendes[2] versés et l'indice boursier S&P 500 entre avril 2010 et octobre 2013. Une partie de la hausse des actions s'explique donc tout simplement par la hausse des dividendes : le déterminant usuel des cours boursiers. Au regard de cet indicateur, seule la période qui commence au début de l'année 2014 pourrait alors indiquer une déconnexion entre les dividendes et le prix des actions et donc signaler éventuellement un sur-ajustement.

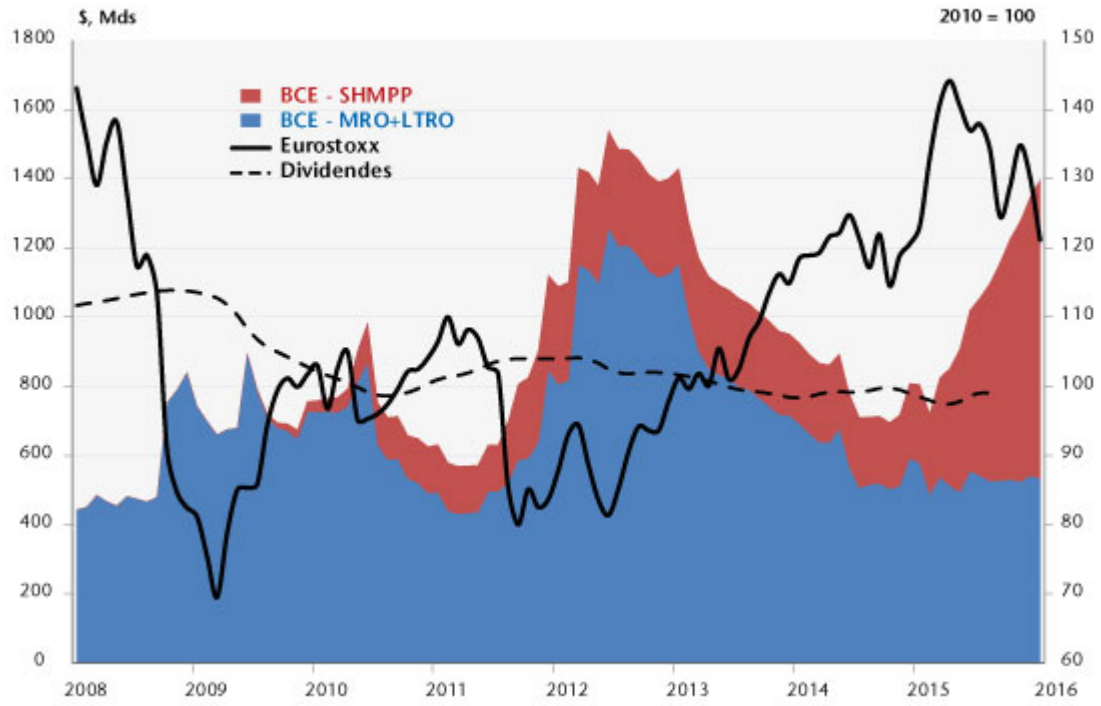



***Une corrélation que l'on ne retrouve pas dans la zone euro***

Si la théorie selon laquelle les politiques monétaires non-conventionnelles créent des bulles est vraie, elle devrait alors également s'observer dans la zone euro. Pourtant, le même graphique que celui effectué pour les Etats-Unis ne permet pas de valider le lien entre les liquidités offertes par la BCE et l'indice boursier Eurostoxx (graphique 2). La première phase d'augmentation de la taille du bilan de la BCE, *via* ses opérations de refinancement qui débutent en septembre 2008, intervient au moment de l'effondrement des bourses mondiales, à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers. De même, les opérations de refinancement à très long terme proposées par la BCE en fin d'année 2011 ne semblent pas corrélées avec l'indice boursier. La remontée du prix des actions coïncide en fait avec l'annonce de Mario Draghi de juillet 2012 qui met un coup d'arrêt aux inquiétudes sur un éventuel éclatement de la zone euro. Il est certes toujours possible d'argumenter que la banque centrale a joué un rôle mais il n'en demeure pas moins que le lien entre liquidités et prix d'actifs disparaît. A la fin de l'année 2012, les banques

remboursent leurs prêts à la BCE, ce qui diminue de fait les liquidités en circulation. Enfin, la période récente illustre à nouveau la fragilité de la thèse selon laquelle le QE créerait des bulles. C'est précisément au moment où la BCE met en œuvre un programme d'achat de titres d'envergure, semblable à celui de la Réserve fédérale, que l'on observe une chute des indices boursiers mondiaux et plus particulièrement l'Eurostoxx.

Graphique 2. Assouplissement quantitatif et cours boursier dans la zone euro




*Sources* : Datastream, BCE et Eurostat.

**Doit-on en conclure que le lien QE-bulles est faux ?**

Pas nécessairement. Mais pour répondre à cette question, il convient d'abord d'identifier précisément la part de la hausse qui est due aux fondamentaux (dividendes et perspectives des firmes pour les actions). Une bulle est généralement définie comme l'écart entre le prix constaté et une valeur dite fondamentale. Dans un document de travail à paraître, nous proposons d'identifier les périodes de sur- ou sous-évaluation de plusieurs prix d'actifs pour la zone euro et les Etats-Unis. Notre approche consiste à estimer différents modèles de prix d'actifs et d'en extraire une composante non expliquée

par les fondamentaux qui est alors qualifiée de « bulle ». Nous montrons ensuite que pour la zone euro, la politique monétaire au sens large (conventionnelle et non-conventionnelle) de la BCE ne semble pas avoir d'effet significatif sur la composante « bulle » (non-expliquée par les fondamentaux) des prix d'actifs. Les résultats sont plus probants pour les Etats-Unis et suggèrent que le QE pourrait avoir un effet significatif sur la composante « bulle » de certains prix d'actifs.

Cette conclusion ne signifie pas pour autant que les banques centrales ou les régulateurs soient désarmés et ignorants face à ce risque. Plutôt que de tenter de décortiquer chaque mouvement de prix d'actifs, les banques centrales devraient porter leur attention sur les fragilités financières, et la capacité des agents (financiers et non-financiers) à absorber de fortes fluctuations des prix d'actifs. La meilleure prévention contre les crises financières consiste donc davantage à surveiller en continu la prise de risque des agents plutôt que de tenter de limiter les variations de prix d'actifs.

[1] Nous préférons une définition large de l'objectif final qui permet de tenir compte de la diversité des formulations institutionnalisées des objectifs des banques centrales. Si le mandat de la BCE est prioritairement axé sur la stabilité des prix, le double mandat prévaut pour la Réserve fédérale.

[2] La série des dividendes versés présente une forte saisonnalité et a donc été lissée par une moyenne mobile sur 12 mois.

# Un nouvel arrangement pour le Royaume-Uni dans l'UE : les leçons européennes de l'accord du 19 février

par Catherine Mathieu  et Henri Sterdyniak

A la suite des demandes d'un nouvel arrangement pour le Royaume-Uni dans l'UE formulées par David Cameron le 10 novembre 2015, le Conseil européen des 18 et 19 février a abouti à un accord. Compte-tenu de ce texte, le peuple britannique sera appelé aux urnes le 23 juin pour décider de rester ou non dans l'UE. Cet épisode soulève de nombreuses questions quant au fonctionnement de l'UE.

- **–** Le Royaume-Uni a mis en question les politiques européennes sur des points qu'il jugeait cruciaux pour lui-même et a obtenu, en grande partie, gain de cause. Sa fermeté a payé. Cela soulève des regrets de ce côté-ci de la Manche. Pourquoi la France (et l'Italie) n'ont-elles pas eu une attitude similaire en 2012, par exemple, quand l'Europe imposait la signature du traité budgétaire et la poursuite de politiques d'austérité ? Cela soulève des inquiétudes : ce qui a été autorisé à un grand pays sera-t-il toléré pour un plus petit ? La menace de départ du Royaume-Uni est crédible car l'UE est devenue très impopulaire parmi les peuples (particulièrement en Angleterre) et parce que le Royaume-Uni est autonome financièrement (il s'endette sans peine sur les marchés financiers) et économiquement (c'est un contributeur net au budget de l'UE). Un pays dépendant davantage de l'Europe n'aurait guère de choix. Cela soulève des craintes : ne verra-t-on pas d'autres pays suivre cet exemple à l'avenir ? L'Europe pourra-t-

elle échapper au modèle d'Europe de club à la carte (chacun participe aux activités qui l'intéresse) ? Mais un modèle de participation forcée est-il préférable ? L'Europe doit permettre à un pays de s'abstraire de politiques qu'il juge néfaste.

- **–** Le Royaume-Uni organisera donc un référendum, ce qui est satisfaisant du point de vue démocratique. Les derniers référendums n'ont guère donné des résultats favorables à la construction européenne (en France et aux Pays-Bas en 2005, en Grèce en juillet 2015, au Danemark en décembre 2015). En même temps, les Britanniques n'auront le choix qu'entre quitter l'UE (la possibilité d'une nouvelle renégociation si le référendum donnait la majorité pour une sortie de l'UE étant clairement écartée par l'accord de février) ou y rester avec un statut allégé ; la voie selon laquelle le Royaume-Uni resterait dans l'Union et chercherait à la rendre plus sociale, celle préconisée par une partie des travaillistes et par les nationalistes écossais, ne sera pas proposée. C'est dommage.
- **–** Le Royaume-Uni s'exonère explicitement de la nécessité de l'approfondissement de l'UEM, d'une « union sans cesse plus étroite », d'une « intégration plus poussée », toutes formules qui figurent dans les traités. Le projet d'arrangement précise que ces notions ne constituent pas une base légale pour élargir les compétences de l'Union. Les Etats non membres de la zone euro conservent le droit d'évoluer, ou non, vers une intégration plus poussée. Cette précision est, selon nous, la bienvenue. Il ne serait pas légitime que les compétences de l'Union soient en permanence élargies sans l'accord des peuples. Dans la période récente, les cinq présidents et la Commission ont proposé de nouveaux pas vers le fédéralisme européen : création d'un Comité budgétaire européen, création de Conseils indépendants de compétitivité, conditionnement de l'octroi des fonds structurels au respect de la discipline budgétaire, à la

réalisation des réformes structurelles, création d'un Trésor européen, évolution vers une Union financière, unification partielle des systèmes d'assurance chômage. Cette évolution renforcerait le pouvoir d'organismes technocratiques au détriment des gouvernements démocratiquement élus. Ne serait-il pas nécessaire que l'accord des peuples soit explicitement demandé et obtenu avant de s'engager dans cette voie ?

- — La sortie du Royaume-Uni, un certain éloignement de fait de certains pays d'Europe centrale et orientale (Pologne, Hongrie), les réticences du Danemark et de la Suède pourraient pousser à passer explicitement à une Union à deux vitesses, voire, pour reprendre une formulation de David Cameron d'une Union où les pays vont vers des destinations différentes. Les pays de la zone euro accepteraient, eux, de nouveaux transferts de souveraineté et bâtiraient une union budgétaire et politique poussée. Selon nous, ce projet devrait être soumis aux peuples.
- — En même temps, le projet d'accord stipule que l'Eurogroupe n'a pas de pouvoir législatif, celui-ci reste entre les mains de l'ensemble du Conseil. Le Royaume-Uni a fait préciser qu'un Etat non membre de la zone euro pourra demander au Conseil européen de se saisir d'une décision concernant la zone euro ou l'Union bancaire, dont il estime qu'elle nuit à ses intérêts. Le principe de l'autonomie de la zone euro n'a donc pas été proclamé.
- — Le Royaume-Uni a fait préciser qu'il n'est pas tenu de contribuer financièrement à la sauvegarde de la zone euro ou des établissements financiers de l'Union bancaire. Ce qui peut être jugé déplaisant vis-à-vis du principe de solidarité européenne, mais peut se comprendre. C'est parce que la mise en place de la zone euro a aboli le principe : « Chaque pays souverain bénéficie de l'appui total d'une banque centrale, prêteuse en dernier ressort » que le problème de

sauvegarde se pose. Le Royaume-Uni (et ses banques) peut, lui, être soutenu par la Banque d'Angleterre.

- – Le Royaume-Uni a fait rappeler les principes de subsidiarité. Une nouvelle disposition prévoit que les parlements représentant 55% des Etats membres peuvent remettre en cause un texte législatif qui ne respecterait pas ce principe. Le Royaume-Uni a fait noter que les questions de justice, de sécurité, de liberté restaient de compétence nationale. Il est dommage que les pays attachés à la spécificité de leurs systèmes sociaux, de leurs systèmes de négociation salariale, n'aient pas fait de même.
- – Il est compréhensible que des pays, soucieux de souveraineté nationale, soient agacés (pour ne pas dire plus) par les intrusions incessantes de l'UE dans des domaines qui relèvent de la compétence nationale, où les interventions européennes n'apportent guère de valeur ajoutée. Il est compréhensible que ces pays refusent de devoir en permanence se justifier à Bruxelles sur leurs politiques économiques ou sur leurs règles économiques, sociales ou juridiques quand celles-ci n'ont aucune conséquence sur les autres Etats membres. L'Europe devra sans doute tenir compte de ce sentiment d'exaspération.
- – En ce qui concerne l'Union bancaire, le projet de texte est volontairement confus. Il est rappelé que le règlement uniforme, géré par l'Agence bancaire européenne (ABE), s'applique à toutes les banques de l'Union ; que la stabilité financière et des conditions égales de concurrence doivent être garanties. Mais, en même temps, il est écrit que les Etats membres qui ne participent pas à l'Union bancaire conservent la responsabilité de leurs systèmes bancaires et peuvent appliquer des dispositions particulières. Par ailleurs, les pays non-membres de la zone euro ont un droit de véto à l'ABE. Cela repose la question du contenu même de l'Union bancaire. Celle-ci permet-elle de prendre les mesures nécessaires pour réduire le poids de l'activité

financière spéculative en Europe et d'orienter les banques vers le financement de l'économie réelle ? Ou son objectif est-il de libéraliser les marchés pour permettre le développement de l'activité financière en Europe, pour concurrencer Londres et les places financières extra-européennes ? Dans le premier cas, il aurait fallu mettre clairement le marché en main à Londres, lui dire que l'appartenance à l'UE suppose un contrôle étroit des activités financières. Lui dire que son départ autoriserait l'UE à prendre des mesures de contrôle des capitaux pour limiter les activités spéculatives et inciter les banques de la zone euro à y rapatrier leurs activités.

- — De même, il aurait fallu dire clairement à la Belgique, au Luxembourg, aux Pays-Bas et à l'Irlande que l'appartenance à l'UE suppose la fin des dispositifs permettant l'optimisation fiscale des firmes multinationales.
- — Le Royaume-Uni a fait adopter une déclaration affirmant à la fois la nécessité d'améliorer la règlementation et d'abroger les dispositions inutiles pour renforcer la compétitivité tout en maintenant des normes élevées de protection des consommateurs, des travailleurs, de la santé et de l'environnement. Cette compatibilité relève sans doute du vœu pieux.
- — Le texte reconnaît que la disparité des niveaux de salaires et de protection sociale dans les pays européens est difficilement compatible avec le principe de libre circulation des personnes en Europe. C'est un des non-dits de toujours de la construction européenne. Le Royaume-Uni, qui avait été l'un des seuls pays à ne pas prendre de mesures transitoires pour limiter l'entrée de travailleurs étrangers lors de l'adhésion des PECO en 2004, demande aujourd'hui que de telles mesures soient prévues en cas de futures adhésions. Le projet d'accord rappelle que le séjour d'un Européen dans un pays autre que le sien suppose qu'il ne soit pas

à la charge du pays d’accueil, donc qu’il ait des ressources suffisantes ou qu’il y travaille.

- — La question du droit aux allocations familiales quand les enfants ne vivent pas dans le même pays qu’un de leur parent est inextricable. Dans la plupart des pays, les allocations familiales sont universelles (ne dépendent pas des cotisations des parents). On ne peut pas respecter en même temps les deux principes : tous les enfants vivant dans un pays donné ont droit à la même allocation ; tous les salariés travaillant dans un pays donné ont droit aux mêmes prestations. Le Royaume-Uni a obtenu le droit de pouvoir réduire les allocations en fonction du niveau de vie et des allocations familiales du pays de résidence des enfants. Mais ce droit ne pourra heureusement pas être étendu aux prestations retraites.
- — La plupart des pays européens ont aujourd’hui des mécanismes favorisant l’emploi des travailleurs non qualifiés. Grâce à des exonérations de cotisations sociales, à des crédits d’impôts et à des prestations spécifiques (comme la prime d’activité ou les allocations-logement en France), le revenu qu’ils perçoivent est fortement déconnecté de leur coût salarial. L’exemple britannique montre que ces dispositifs peuvent devenir problématiques en cas de libre circulation des actifs. Comment faire pour inciter les citoyens d’un pays à travailler sans trop attirer les travailleurs étrangers ? Là encore, c’est un non-dit de l’ouverture des frontières. Le point paradoxal est que c’est le Royaume-Uni qui soulève la question alors qu’il est proche du plein-emploi et qu’il prétendait que la flexibilité de son marché du travail lui permettait d’intégrer facilement les travailleurs étrangers. Ainsi, le Royaume-Uni a obtenu qu’un pays faisant face à un afflux exceptionnel de travailleurs en provenance d’autres Etats membres de l’UE puisse obtenir du Conseil le droit, pendant 7 ans, de n’accorder que

progressivement les aides non-contributives aux nouveaux travailleurs des autres pays membres, ceci pendant un laps de temps pouvant aller jusqu'à 4 ans. Le Royaume-Uni a aussi fait préciser qu'il pourra utiliser ce droit immédiatement. Il s'agit d'une remise en cause de la citoyenneté européenne, mais ce concept était déjà bien écorné pour les inactifs et les chômeurs.

L'Union européenne, telle qu'elle se construit actuellement, soulève de nombreux problèmes. Les pays membres ont des intérêts et des points de vue divergents. En raison de la disparité des situations nationales (que ce soit la politique monétaire unique, la liberté de circulation des capitaux et des personnes), de nombreux dispositifs posent problème. Des règles sans fondement économique ont été introduites en matière de politique budgétaire. Dans nombre de pays, les classes dirigeantes, les responsables politiques, les hauts-fonctionnaires ont choisi de minimiser ces problèmes, pour ne pas contrarier la construction européenne. Des questions cruciales d'harmonisation fiscale, sociale, salariale, réglementaire ont été volontairement oubliées.

Le Royaume-Uni a toujours choisi de rester à l'écart de l'intégration européenne, en sauvegardant sa souveraineté. Aujourd'hui, il met le doigt sur les points sensibles. Se réjouir de son départ ne serait pas pertinent. L'utiliser pour progresser sans réflexion vers « une union toujours plus étroite » serait dangereux. L'Europe devrait se saisir de cette crise pour reconnaître qu'elle doit vivre avec une contradiction : les souverainetés nationales doivent être respectées tant que faire se peut ; l'Europe n'a pas de sens en elle-même, elle n'en a que si elle met en œuvre en projet, défendre un modèle spécifique de société, la faire évoluer pour intégrer la transition écologique, éradiquer la pauvreté et le chômage de masse, résoudre les déséquilibres européens de façon concertée et solidaire. Si l'accord négocié par les

Britanniques pouvait y contribuer, ce serait une bonne chose, mais les pays européens auront-ils ce courage ?

---

# Chômage : baisse incertaine mais hausse certaine des inscrits de longue durée

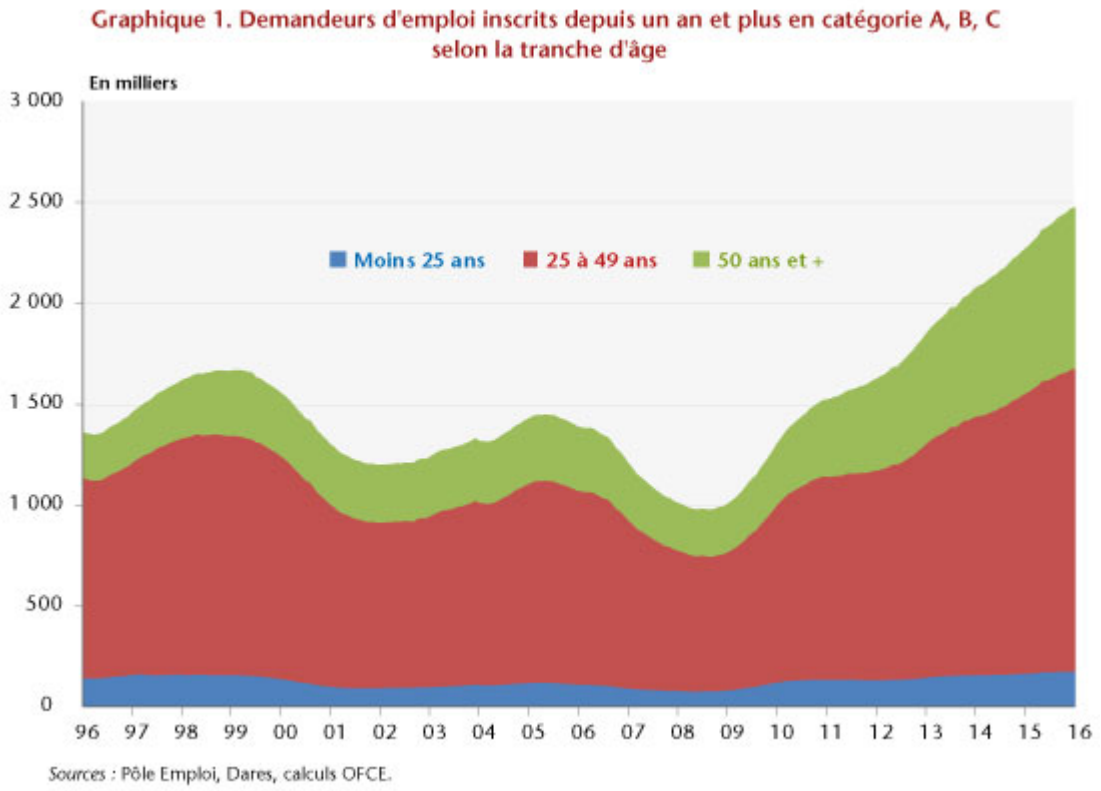
**Département Analyse et Prévision (Équipe France)**

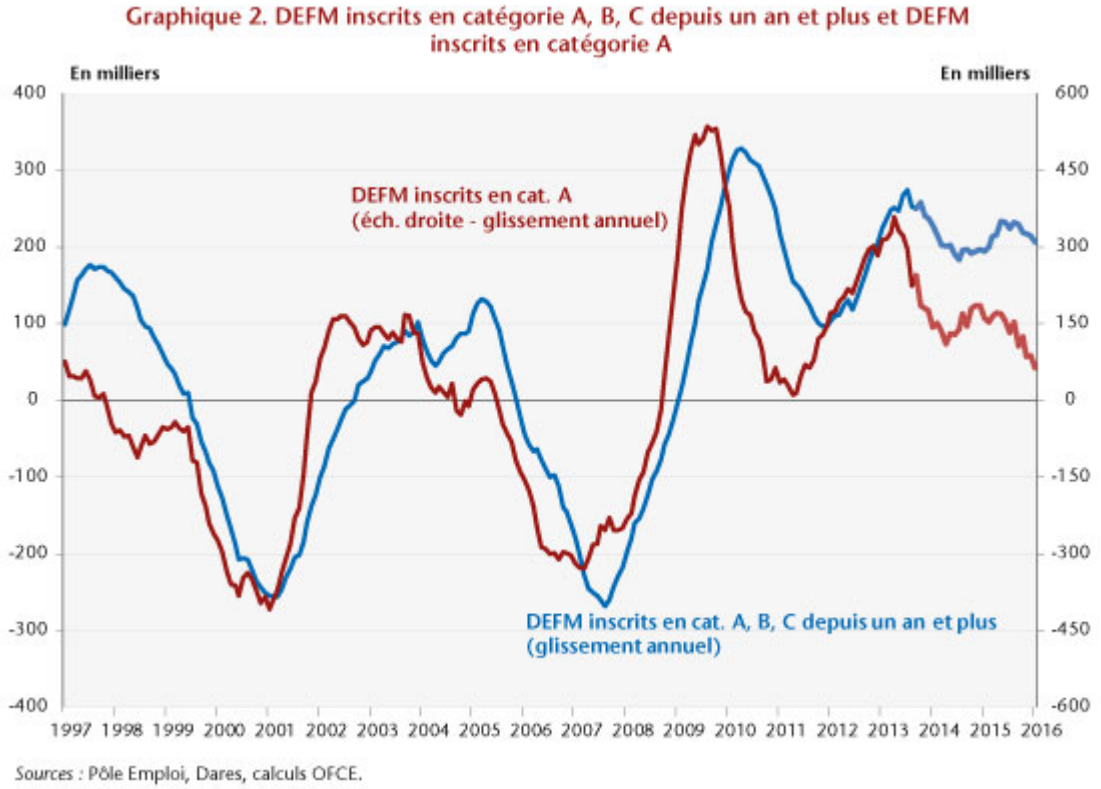
Les chiffres du chômage du mois de janvier 2016 publiés par Pôle Emploi font apparaître, après la hausse enregistrée au mois décembre (+15 800), une baisse du nombre de demandeurs d'emploi n'exerçant aucune activité (catégorie A) de 27 900 personnes. Si ce chiffre semble encourageant (une baisse d'une telle ampleur n'a pas été observée depuis 2007), il est à relativiser. D'une part, le changement de pratique administrative opéré par Pôle Emploi[1] s'est traduit par une augmentation anormale des sorties pour défaut d'actualisation (239 000 contre 207 000 en moyenne mensuelle en 2015). D'autre part, la forte volatilité des chiffres mensuels au cours des derniers mois est le signe d'un marché du travail dans lequel les créations d'emplois ne sont pas suffisantes pour faire baisser durablement le chômage.

Il est vrai que la hausse du nombre des sorties de Pôle Emploi pour motif de reprise d'emploi déclaré (+5,1% sur trois mois) constitue un signe positif laissant penser que la reprise attendue est en marche. Malgré tout, si des reprises d'emploi ont bien eu lieu, elles n'ont pas permis d'enrayer la montée continue du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée

(+9,1% en un an). Ainsi, dans un contexte de croissance quasi-nulle en moyenne depuis 2008 et une dégradation continue du marché du travail,  la part des inscrits depuis un an et plus en catégories A, B, C est en augmentation depuis la mi-2009 (31 % environ), et atteint un niveau historique, représentant 45,4 % de l'ensemble des inscrits en catégories A, B, C (graphique 1). Cette hausse s'explique notamment par la montée du chômage des seniors (+8,9 % sur un an) : la montée en charge des réformes de retraite successives (2003, 2010), couplée à la suppression des dispenses de recherche d'emploi pour les seniors, a conduit à un allongement de la durée d'activité et à un recul de l'âge légal de départ à la retraite. Dans un contexte de faible croissance, la hausse du taux d'emploi des seniors a été insuffisante pour absorber la dynamique de population active de cette classe d'âge, avec pour conséquence une hausse du chômage des plus de 50 ans (voir La suppression de la Dispense de recherche d'emploi : quand les gouvernements augmentent volontairement le décompte des chômeurs !).

La relative amélioration du marché du travail attendue dans les mois qui viennent trouverait sa source dans une légère amélioration de la croissance et la montée en charge du plan de formation des chômeurs annoncé par F. Hollande fin décembre 2015. Néanmoins, cette amélioration se diffusera lentement aux demandeurs d'emploi de longue durée. En effet, la transmission aux demandeurs d'emploi de longue durée de la baisse du nombre d'inscrits en catégorie A est relativement longue (graphique 2). Lors de la baisse importante du nombre d'inscrits observée à la fin des années 2000, il avait fallu attendre près d'un an et demi pour que la baisse enregistrée des inscrits en catégorie A se traduise par une baisse significative du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée. Les mécanismes de reprise d'emploi sont ainsi sujets à une inertie importante.




**Légende : DEFM : Demandeurs d’emploi en fin de mois.**

[1] Du fait de ce changement méthodologique, les demandeurs d’emploi ont eu un jour de moins pour effectuer leur actualisation, entraînant de fait une augmentation importante

du nombre de radiations pour cause de défaut d'actualisation (+1,5 sur trois mois).

---

# La suppression de la Dispense de recherche d'emploi : quand les gouvernements augmentent volontairement le décompte des chômeurs !

par Gérard Cornilleau et Bruno Ducoudré

Entre le dernier trimestre de 2008 et le troisième trimestre de 2015, le chômage, mesuré au sens du BIT[1], a augmenté de 962 000 personnes en passant de 2 millions à 2,9 en France métropolitaine, soit une hausse de l'ordre de 48 % (+2,8 points de taux de chômage). Le chômage des seniors de 55 ans et plus a plus que doublé, passant de 122 000 à 303 000 personnes entre 2008 et 2014 (+3 points de taux de chômage). Le nombre de demandeurs d'emplois de 55 ans et plus enregistré par Pôle emploi en catégorie A (celle qui se rapproche le plus de la définition du chômage par le BIT) a quant à lui augmenté de 372 000 entre les fins décembre 2008 et 2014, ce qui correspond à un quadruplement des seniors demandeurs d'emploi. Dans le même temps, le total des demandeurs d'emploi de catégorie A[2] passait de 2,25 millions à 3,25 soit une hausse de l'ordre de 53 %. Peu concernés par le chômage avant la crise, les seniors auraient donc connu une forte dégradation de leurs situations absolue et relative. Cette évolution était attendue car le recul de l'âge de la retraite implique que les

seniors restent actifs  plus longtemps : certains en emploi d'autres au chômage. C'est bien ce que l'on a observé avec une augmentation de 11 points du taux d'emploi des 55-59 ans et de plus de 9 points de celui des plus de 60 ans entre 2008 et 2014. Le bilan de l'évolution de la situation des seniors sur le marché du travail au cours de la crise est donc contrasté : d'un côté, on a observé une hausse importante de l'emploi dans un contexte de crise ; de l'autre, le nombre de chômeurs a fortement augmenté, ce qui confirme la difficulté de retrouver un emploi après 55 ans et la situation fragile des actifs en fin de carrière.

Ce constat doit être nuancé car au cours de la même période une réforme administrative est venue perturber la mesure du chômage des seniors. Jusqu'en 2008, les plus de 50 ans pouvaient en effet être dispensés de recherche d'emplois. Cette dispense leur évitait d'avoir à actualiser mensuellement leur inscription à l'ANPE (puis à Pôle emploi) lorsqu'ils étaient, en pratique, en attente de leur départ en retraite. Pour les demandeurs d'emploi approchant l'âge légal de la retraite ayant un horizon de vie active très court[3], le plus souvent indemnisés et à peu près certains de ne pas pouvoir retrouver un emploi, cette mesure permettait de mettre en cohérence leur position administrative avec la réalité de leur situation : ces personnes, à quelques mois de la retraite, n'étaient effectivement pas à la recherche d'un emploi et il n'était ni réaliste, ni socialement justifié de leur imposer des actions de recherche active d'emploi ou la participation à une formation inutile.

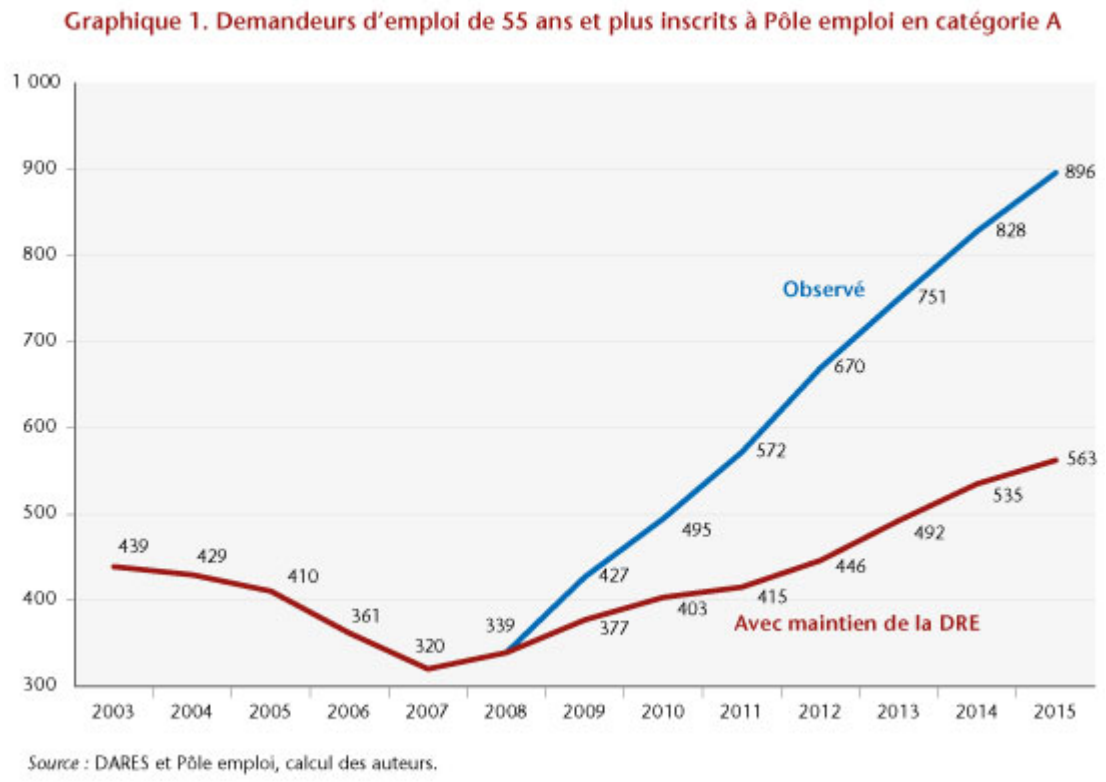
La possibilité d'être dispensé de recherche d'emploi a toutefois été supprimée au motif de ce qu'elle pouvait être incitative à la sortie prématurée de l'activité. La DRE (Dispense de recherche d'emploi) ne concernait que les demandeurs d'emploi et elle ne prenait place qu'une fois la sortie d'activité réalisée. Contrairement à la préretraite, qui garantissait en plus une rémunération jusqu'à la retraite

dont le montant était en général plus élevé que l'indemnisation du chômage, elle ne constituait donc pas une incitation importante. On a d'ailleurs pu observer qu'une fois cette dispense supprimée, le nombre de sorties d'activité vers le chômage n'a pas diminué. Les seuls effets auront été sociaux en imposant aux chômeurs âgés une recherche « active » sans grandes chances d'aboutir, et statistique en majorant le nombre des demandeurs d'emploi de catégorie A.

L'impact de la suppression de la DRE sur la statistique du nombre de demandeurs d'emploi explique probablement une part de la hausse du chômage des seniors âgés de 55 ans et plus. Autrement dit le changement de « thermomètre » lié à la disparition des DRE aura biaisé à la hausse l'évolution du chômage depuis 2008. Contrairement à l'habitude, le traitement statistique aura ainsi été à rebours de l'objectif habituel de minoration du chômage. Mais dans quelle proportion ?

Pour évaluer la dérive statistique du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi en catégorie A, on fait l'hypothèse que si l'on avait maintenu la dispense de recherche d'emploi, le taux de DRE aurait évolué parallèlement à l'allongement de la durée séparant les seniors de 55 ans et plus de l'âge de la retraite requis pour bénéficier du taux plein de la retraite[4]. Ce déplacement homothétique du taux de DRE et de l'âge de la retraite aurait conduit à une légère baisse du taux de DRE moyen dont nous avons donc tenu compte.

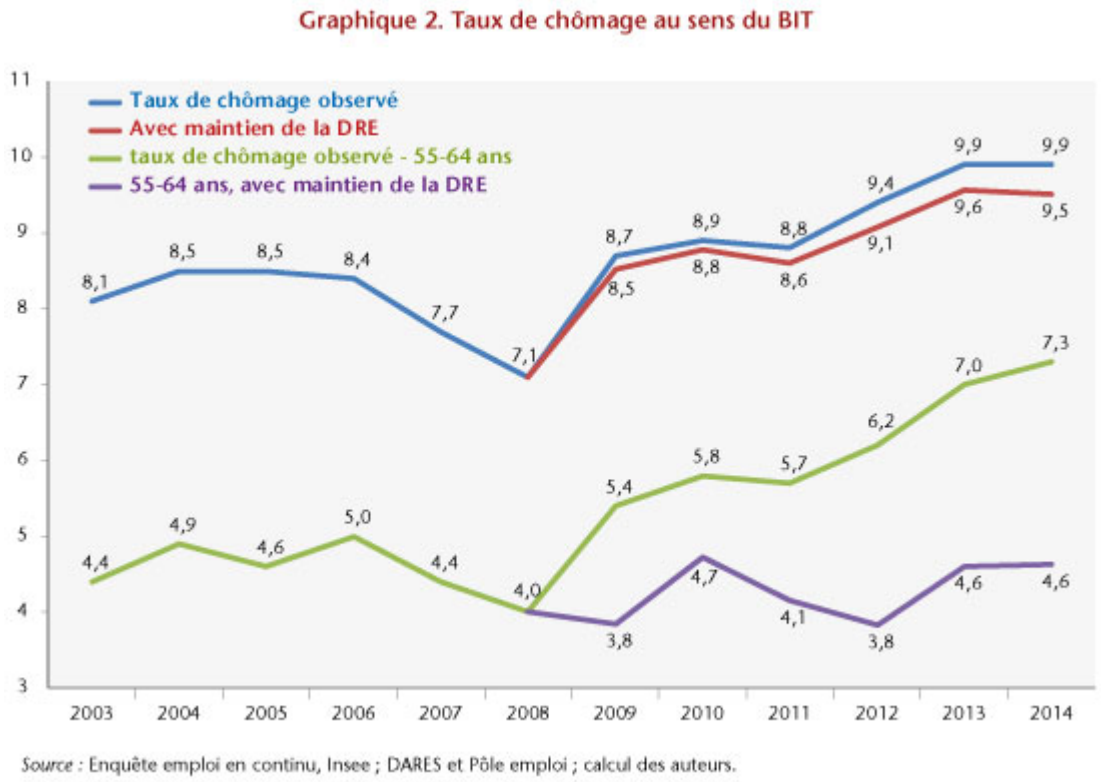
Le graphique 1 montre que le biais qui résulte de la suppression de la DRE est très important. La disparition de la DRE expliquerait la moitié de la hausse du nombre d'inscrits de 55 ans et plus depuis 2008 : l'augmentation observée de 557 000 chômeurs n'aurait été que de 224 000 ; en fin d'année 2015, le niveau observé du nombre de demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A aurait été plus faible de 330 000.




Corrigé de la suppression des dispenses de recherche d'emploi, la hausse du nombre de seniors demandeurs d'emploi de plus de 55 ans apparaît moins marquée : il aurait augmenté de 224 000 entre décembre 2008 et décembre 2015 alors que la population active correspondante augmentait dans le même temps de plus de 1,1 million[5].

L'impact de la suppression de la DRE sur le taux de chômage au sens du BIT peut également être évalué à partir de l'enquête emploi[6]. La plus grande partie des DRE est considérée comme inactive (84% en 2008), les autres personnes se déclarant dispensées étant soit considérées comme chômeurs au sens du BIT (9% en 2008), soit en emploi (7% en 2008). Pour évaluer l'impact de la suppression de la DRE sur le taux de chômage, on suppose le maintien du ratio de personnes inactives en DRE sur « inactifs DRE + chômeurs » à son niveau de 2008, par âge pour les 55-65 ans, en faisant évoluer ce taux à partir de 2010 pour prendre en compte le décalage de l'âge minimum de liquidation de la retraite. Il en résulte que le taux de chômage au sens du BIT aurait été inférieur de 0,4 point à son niveau observé en 2014, soit 110 000 chômeurs de moins au sens

du BIT[7]. Le taux de chômage des 55-64 ans aurait augmenté de 0,6 point entre 2008 et 2014 contre 3,3 points observés.




Ce diagnostic qui relativise la hausse du chômage des seniors observée depuis 2008 ne dit rien de la situation financière et sociale des sans-emplois de 55 ans et plus : le maintien des dispenses de recherche d’emploi les aurait simplement sortis de la catégorie A des demandeurs d’emploi, sans changer leur situation en matière de revenus.

Etablir un bilan précis de la suppression de la DRE est difficile et nous n’avons pas tenté de l’établir ici. Il est toutefois utile de rappeler que la situation des seniors au chômage est très hétérogène entre ceux, chômeurs de longue durée, qui ne disposent que d’une faible indemnisation du chômage ou du RSA[8] et les « faux préretraités » ayant pu négocier une rupture conventionnelle de leur contrat de travail et bénéficiaires, jusqu’au moment de leur retraite, d’une indemnisation pleine. Ces deux catégories très différentes sur le plan social, ont en commun d’avoir très peu

de chance de retrouver un emploi. On peut d'ailleurs facilement imaginer qu'elles sont très peu actives à cet égard. Leur maintien en catégorie A est dans ces conditions parfaitement illusoire.

La DRE entérinait une situation de fait qu'on a voulu ignorer en la supprimant. Dès lors, on a créé une situation assez hypocrite dans laquelle les seniors sortis de l'emploi sont sommés d'en rechercher un activement, fusse quelques mois avant leur départ en retraite, alors que l'état du marché du travail ne permet pas d'envisager que ces démarches puissent aboutir.

Le traitement social du chômage, qu'on a diabolisé au motif de la désincitation au travail, mériterait certainement d'être réintroduit pour les seniors en fin de carrière exclus de leur emploi par accident (faillite de l'entreprise, fermeture de site, …) ou en accord avec leur entreprise par le biais d'une rupture conventionnelle avantageuse. Cette gestion sociale devrait sans doute s'appuyer sur plusieurs actions selon qu'elle viserait à retenir dans l'emploi les seniors[9], ou à améliorer les revenus et la situation sociale des chômeurs de longue durée âgés ou à très faibles ressources. Des emplois subventionnés réservés aux seniors (sur le modèle des emplois jeunes) pourraient par exemple aider ceux qui sont encore loin de l'âge de la retraite. Enfin la dispense de recherche d'un emploi pour ceux qui sont proches du départ en retraite, accompagnée d'une meilleure indemnisation pour les moins favorisés, ferait disparaître une exigence absurde d'activité et permettrait une réduction du nombre des inscrits en catégorie A qui est, comme on le sait, un objectif politique majeur des gouvernements. Il est assez paradoxal que pour d'assez mauvaises raisons, très liées à l'idéologie du « tout travail », les gouvernants aient finalement agi pour augmenter le nombre des demandeurs d'emplois comptabilisés et par ricochet le nombre de chômeurs BIT.

[1] Le chômage au sens du BIT regroupe les actifs sans emploi

(*i.e.* n’ayant pas travaillé, ne serait-ce qu’une heure, dans la semaine de référence de l’enquête), à la recherche active d’un emploi et disponible pour en occuper un. La catégorie A des demandeurs d’emplois inscrits à Pôle emploi regroupe les sans-emplois n’ayant pas du tout travaillé dans le mois et soumis à une obligation de recherche active d’emploi.

[2] France métropolitaine.

[3] En 2008, 80 % des dispensés de recherche d’emploi avaient 58 ans et plus. Seuls 3 % avaient moins de 56 ans. Le nombre de DRE pour lesquels un effort de recherche d’emploi aurait été justifié par une espérance de vie en activité de l’ordre de cinq ans était donc très réduit. En pratique les DRE s’appliquaient bien à des chômeurs très proches de l’âge de la retraite.

[4] Le nombre de dispensés de recherche d’emploi avant 55 ans est très faible. Il a été négligé dans les calculs présentés ici.

[5] Précisément, d’après les données de l’enquête emploi, de 1,184 million entre les moyennes annuelles de 2008 et 2014.

[6] Jusqu’en 2012, les personnes âgées de 55 à 65 ans se déclarant dispensées de recherche d’emploi sont identifiables dans l’enquête. Pour 2013 et 2014, on utilise le nombre de DRE donné par la DARES, que l’on impute par âge à partir de la répartition par âge donnée par la DARES pour 2013. La répartition des DRE entre actif/inactif/chômeur au sens du BIT est celle de l’enquête emploi pour 2012.

[7] L’écart entre la hausse des demandeurs d’emploi liée à la suppression de la DRE et la hausse des chômeurs au sens du BIT s’explique par le fait qu’au sein des demandeurs d’emploi en DRE, une partie des seniors peut exercer une activité, ou rechercher activement un emploi et être ainsi considérée comme chômeur dans l’enquête emploi. L’écart s’explique aussi par la différence des sources de données : données administratives

pour la DARES-Pôle emploi contre données d'enquête pour l'Insee.

[8] Les plus de 60 ans bénéficiaires de l'allocation de solidarité spécifique (ASS) ou du RSA bénéficient en outre d'une prime transitoire de solidarité (PTS) de 300 € par mois

[9] Pourquoi pas une autorisation administrative pour les ruptures conventionnelles concernant les plus de 55 ans ? La législation actuelle prévoit déjà une homologation des ruptures conventionnelles mais le contrôle de l'administration ne porte que sur le respect des formes (délais de rétractation conforme, montant des indemnités, etc.) et sur la vérification de la liberté de consentement des parties. Pour les plus de 55 ans il serait possible d'élargir le champ du contrôle de manière à tenir compte de l'intérêt général et des conséquences, y compris pour l'assurance chômage, des arrangements opportunistes entre salariés et entreprises permettant de réintroduire un système opaque de préretraites démissions.

---

# L'assurance chômage doit-elle financer le Service public de l'emploi ?

Par Bruno Coquet, Chercheur affilié à l'OFCE, & IZA

L'Unedic est le principal financeur du Service public de l'emploi, qui est un service universel ouvert à tous les actifs, qu'ils soient chômeurs indemnisés ou non, et à tous les employeurs, privés et publics. Le fait que les deux tiers de ses ressources proviennent de l'assurance chômage, et donc

d’un prélèvement sur le coût du travail marchand, ne va donc pas de soi.

L’analyse détaillée de l’évolution des frais de fonctionnement et d’interventions de l’Unedic conditionne fortement l’interprétation que l’on peut faire de sa situation financière, ainsi que des moyens susceptibles de la redresser : si ces dépenses pèsent excessivement sur les comptes, il est illusoire et sous-optimal de réduire la « générosité » des règles d’indemnisation pour rétablir l’équilibre financier.

Dans la dernière *Note de l’OFCE* (n°58 du 22 février 2016), nous montrons que la structure des ressources du Service public de l’emploi s’est radicalement transformée au cours des deux dernières décennies : nulle avant 1996, la contribution de l’Unedic représentait 10,8 % des ressources de l’ANPE en 2001, et 62,9 % de celles de Pôle emploi en 2015. La contribution de l’Unedic, qui s’élève à 3,3 Md€ en 2016, est désormais plus de deux fois supérieure à la dotation budgétaire versée par l’État (1,5 Md€ en 2016) ; et elle continuera d’augmenter jusqu’à plus de 3,6 Md€ en 2018.

Ce financement représente aujourd’hui 1 400 € par an pour un chômeur indemnisé par l’Unedic, mais seulement 10 € pour un chômeur de longue durée indemnisé par le Fonds de solidarité, qui verse l’ASS. De manière générale les dépenses autres que les allocations, qui leur sont spécifiquement attribuables, ne se justifient que si elles accroissent les perspectives d’emploi à moyen terme au point de réduire la probabilité de chômage de ces assurés, et par conséquent les dépenses d’indemnisation des chômeurs. En effet si les salariés cotisent à l’assurance chômage, c’est uniquement pour se garantir un revenu de remplacement en cas de chômage, jusqu’à retrouver un emploi conforme à leurs compétences. Par conséquent, les salariés, qui pensent épargner 6,4% de leur salaire à cette fin, versent en réalité un maximum de 5,76 % de leur salaire pour cet objectif. Par ailleurs une taxe 0,64%

du salaire va à Pôle emploi, dont la quasi-totalité finance les services universels à *tous* les chômeurs, indemnisables ou non.

A l'échelle de l'Unedic les montants financiers en jeu sont très importants : même en retenant des hypothèses très prudentes, les besoins de financement que ces charges ont créés peuvent à eux seuls expliquer la totalité de la dette à fin 2015, soit 25,9 Md€.

Ce travail est une contribution à l'analyse structurelle de l'assurance chômage. Son but n'est pas d'analyser au fond ni en opportunité les missions de Pôle emploi, les politiques que cette agence met en œuvre, les moyens dont elle dispose, ou la nécessité de l'activation des chômeurs indemnisés. La question posée ici est celle du financement de ces actions, en raison de leur contribution au déséquilibre des comptes de l'Unedic. Il apparaît clairement que les transferts financiers de l'assurance chômage vers le Service public de l'emploi sont un de ces problèmes qu'une réforme des règles d'indemnisation ne peut résoudre ; la réforme du financement du Service public de l'emploi apparaît donc comme une composante et un préalable indispensable de la réforme structurelle de l'assurance chômage.

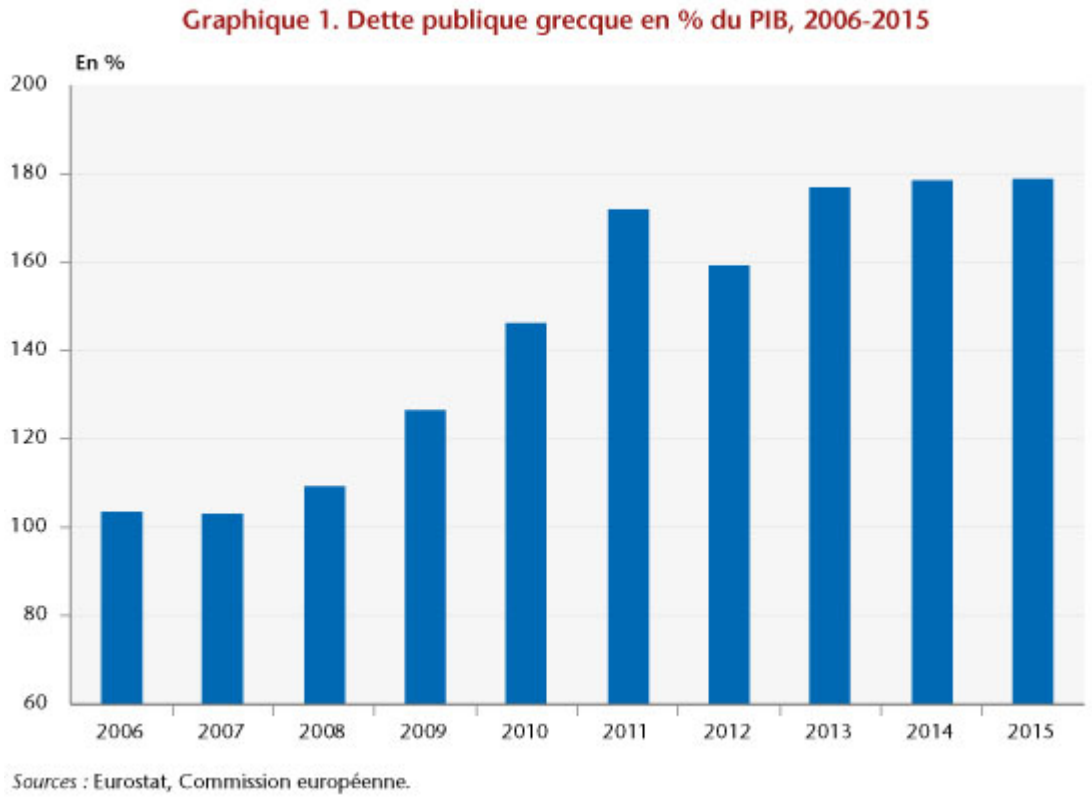
---

# Pourquoi la Grèce ne parvient-elle pas à se désendetter ?

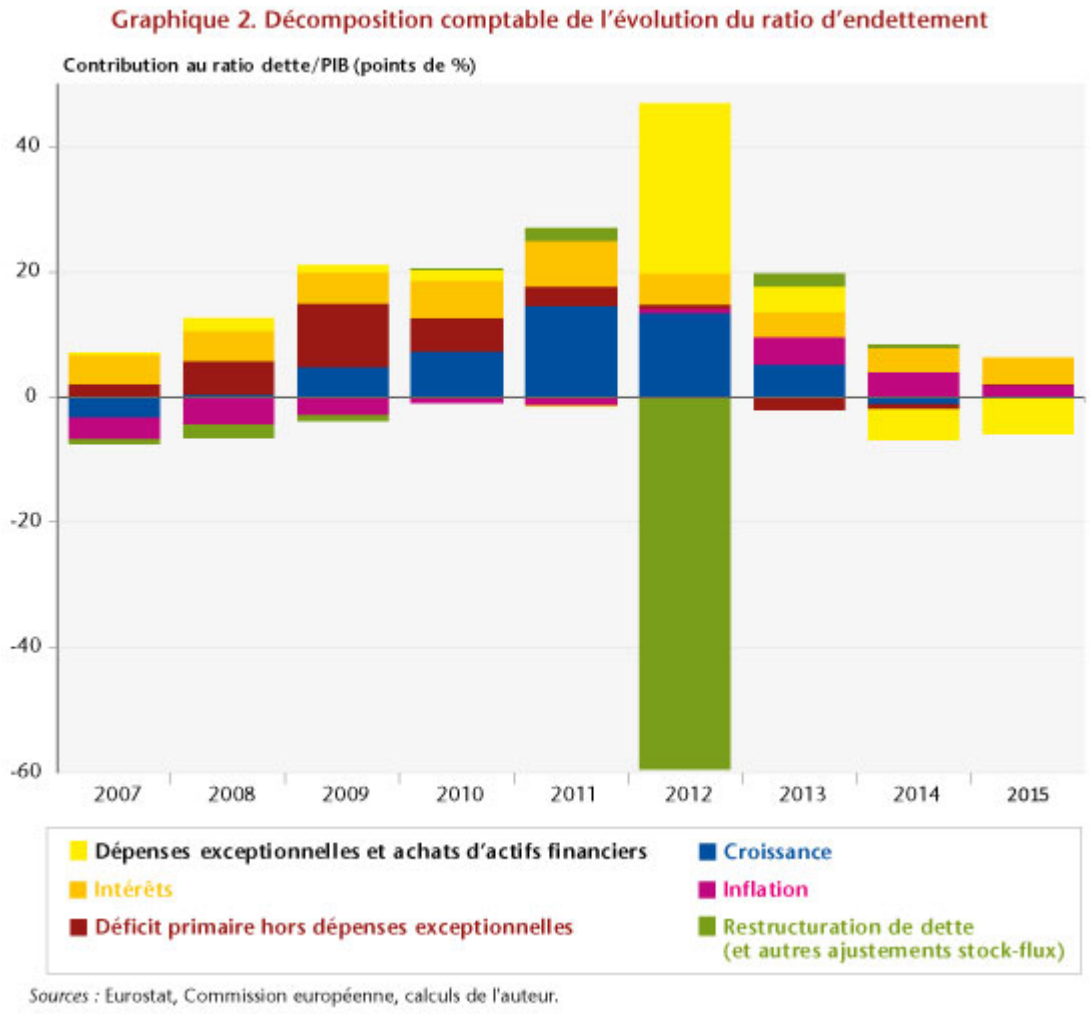
par Sébastien Villemot

Entre 2007 et 2015, la dette publique grecque est passée de

103 % à 179 %[1] du PIB (voir graphique ci-dessous). L'augmentation du ratio a été ininterrompue, exceptée une baisse de 12 points en 2012 à la suite de la restructuration imposée aux créanciers privés, et ce malgré l'application de deux programmes d'ajustement macroéconomique (et le commencement d'un troisième) dont l'objectif était précisément de redresser les comptes publics grecs. L'austérité a plongé le pays dans une spirale récessive et déflationniste, rendant son désendettement difficile sinon impossible, ce qui pose avec acuité la question d'une nouvelle restructuration.




Comment expliquer cet échec ? Quelle est la contribution relative des différents facteurs (déficit publique, austérité, déflation, restructurations, recapitalisations bancaires, …) dans la dynamique d'endettement ? Pour apporter quelques éléments de réponse, nous avons procédé à une décomposition comptable de l'évolution du ratio d'endettement, dont le résultat est donné par le graphique ci-dessous pour la période 2007-2015.




Plusieurs phases sont clairement identifiables sur le graphique, correspondant aux différents développements de la crise grecque.

En 2007, avant la tempête financière, le ratio dette sur PIB est stable : l'effet négatif du déficit budgétaire (intérêts inclus), qui augmente le numérateur du ratio, est compensé par l'effet bénéfique de la croissance et de l'inflation, qui augmentent le dénominateur. La situation est donc stabilisée, au moins temporairement, même si en niveau l'endettement est déjà élevé (à 103 % du PIB, ce qui d'ailleurs explique le poids important des intérêts).

Cet équilibre est rompu avec le déclenchement de la crise financière mondiale : en 2008 et 2009, la croissance devient nulle puis négative, tandis que le déficit primaire augmente, pour partie en raison des « stabilisateurs automatiques »,

jusqu’à contribuer pour 10 points de PIB en 2009.

À partir de 2010, face à l’intensité de la crise budgétaire, un premier plan d’ajustement est mis en place. Sous l’effet des mesures d’austérité, le déficit primaire entame un mouvement de réduction (il deviendra quasi-nul en 2012, hors dépenses exceptionnelles). Mais l’austérité a également pour effet d’intensifier la récession : en 2011, la croissance (très négative) contribue ainsi pour près de 15 points de PIB à l’augmentation de la dette. L’austérité a aussi pour conséquence de faire baisser l’inflation, qui devient quasi-nulle et ne joue donc plus son rôle naturel d’amortisseur de la dette. En parallèle, la charge d’intérêts reste élevée (jusqu’à 7,2 points de PIB en 2011).

Il convient de rappeler que la décomposition comptable présentée ici a tendance à sous-estimer l’impact négatif de la croissance, et à surestimer celui du déficit budgétaire. En effet, une récession engendre un déficit conjoncturel, par le biais des stabilisateurs automatiques, et contribue donc de façon indirecte à l’endettement par le canal du solde budgétaire. Cependant, pour identifier les composantes structurelles et conjoncturelles du déficit budgétaire, il faut disposer d’une estimation de la croissance potentielle. Dans le cas grec, étant donné la profondeur de la crise, cet exercice relève de la gageure, et les quelques estimations disponibles sont largement divergentes ; pour cette raison, nous avons préféré nous en tenir à une approche purement comptable.

L’année 2012 est celle des grandes manœuvres, avec deux restructurations successives de la dette en mars puis en décembre. Sur le papier, l’annulation de dette (mesurée par le terme d’ajustement stock-flux) est substantielle : presque 60 points de PIB. Mais ce qui aurait dû être un allègement significatif a été largement neutralisé par des forces contraires. Ainsi, la récession reste exceptionnellement intense et contribue pour 13,5 points de PIB à la hausse de

l’endettement. Surtout, le principal effet négatif provient des recapitalisations bancaires, rendues nécessaires par l’effacement de titres de dette publique dont les banques nationales étaient largement détentrices. Comptablement, ces recapitalisations prennent deux formes : des dons aux banques (comptabilisés dans les dépenses exceptionnelles) ou des achats d’actions nouvellement émises (comptabilisées dans les achats d’actifs financiers)[2], raison pour laquelle ces deux catégories sont regroupées sur le graphique. La catégorie achats d’actifs financiers comptabilise également la constitution d’un matelas financier destiné au financement de recapitalisations bancaires futures[3].

En 2013, le ratio dette sur PIB repart fortement à la hausse, bien que le solde primaire (hors dépenses exceptionnelles) soit excédentaire. Les recapitalisations bancaires (19 milliards d’euros) pèsent lourdement et ne sont que partiellement couvertes par la vente d’actifs financiers. La récession, bien que moins intense, et la déflation, dorénavant bien installée, aggravent le tableau.

En 2014 et 2015, la situation s’améliore, mais sans pour autant permettre une décrue du ratio dette sur PIB, et ce bien que le déficit primaire hors dépenses exceptionnelles soit quasi nul. La déflation persiste, tandis que la croissance ne redémarre pas (l’embellie de 2014 est modérée et fait long feu), et qu’il a fallu de nouveau recapitaliser les banques en 2015 (pour 5 milliards d’euros). La charge d’intérêts reste élevée, en dépit de la décision des créanciers européens de baisser les taux sur les prêts du Fonds européen de stabilité financière (FESF) : il faudra plusieurs années avant que cela ne se matérialise dans la charge d’intérêts effective. Seules des ventes d’actifs financiers permettent de tempérer la hausse de l’endettement, ce qui n’est évidemment pas soutenable sur le long terme puisque le stock de ces actifs est limité.

Le tableau ci-dessous donne la contribution cumulée de chaque

facteur sur l'ensemble de la période, et sur la sous-période durant laquelle la Grèce était sous programme (2010-2015).

**Tableau. Contribution cumulée de chaque facteur**

| | 2007-2015 | 2010-2015 |
|---|---|---|
| Croissance | 41,7 | 39,7 |
| Inflation | -1,8 | 8,7 |
| Déficit primaire hors dépenses exceptionnelles | 23,9 | 6,2 |
| Intérêts | 44,7 | 30,3 |
| Dépenses exceptionnelles et achats d'actifs financiers | 25,7 | 22,1 |
| Restructuration de dette (et autres ajustements stock-flux) | -58,7 | -54,6 |
| **Total** | **75,4** | **52,4** |

*Sources :* Eurostat, Commission européenne, calculs de l'auteur.

Les deux contributions principales à la hausse de la dette sont la croissance (négative) et la charge d'intérêts. Autrement dit, l'augmentation totale de la dette est principalement due à « l'effet boule de neige », qui désigne l'augmentation mécanique due au différentiel entre taux d'intérêt réel et croissance (le fameux « r–g»). La remise de dette de 2012 ne suffit même pas à compenser l'effet boule de neige cumulé sur la période. Les recapitalisations bancaires, rendues nécessaires notamment par l'annulation de dette, pèsent lourdement. Le déficit primaire, qui lui est plus directement sous contrôle du gouvernement grec, n'intervient qu'en 4e position sur 2007-2015 (et contribue particulièrement peu sur la période 2010-2015).

Il est donc clair que la forte hausse du ratio dette sur PIB depuis 2007 (et encore plus depuis 2010) n'est pas principalement le fait de l'irresponsabilité budgétaire du gouvernement grec, mais est d'abord le résultat d'une stratégie de consolidation erronée, fondée sur une logique d'austérité comptable et non pas sur un raisonnement macroéconomique cohérent. Un redémarrage de la croissance et de l'inflation sera nécessaire pour permettre un désendettement substantiel. Mais les nouvelles mesures d'austérité prévues dans le 3e plan d'ajustement risquent de

provoquer un retour en récession, tandis que les contraintes de compétitivité-prix au sein de la zone euro empêchent d'envisager un réel redémarrage de l'inflation. Une remise de dette significative, qui ne serait pas conditionnée à une nouvelle cure d'austérité destructrice, permettrait un nouveau départ ; dans une précédente étude[4], nous avons montré qu'une restructuration ramenant la dette grecque à 100 % du PIB correspondrait à un scénario soutenable. Cependant, les États européens, qui sont aujourd'hui les principaux créanciers de la Grèce, refusent pour le moment un tel scénario. Les voies du désendettement grec sont donc plus incertaines que jamais…

[1] Pour 2015, les données ne sont pas encore entièrement disponibles. Les chiffres cités pour cette année correspondent aux projections de la Commission européenne publiées le 4 février 2016.

[2] Ces prises de participation dans le capital des banques sont ici comptabilisées à leur valeur d'achat. Les dépréciations ultérieures sur ces prises de participation n'apparaissent pas dans le graphique, car elles n'engendrent pas de nouvelle augmentation de la dette brute (mais elles font augmenter la dette nette).

[3] En 2012 la Grèce a ainsi acheté pour 41 milliards d'euros de bons du FESF. Sur ce total, 6,5 milliards ont été immédiatement donnés à la Banque du Pirée, tandis que 24 milliards ont été prêtés aux 4 grandes banques (qui bénéficieront d'une annulation partielle de leur dette en 2013 contre des prises de participation par l'État grec de moindre valeur). Les 10 milliards restants, inutilisés ont été restitués par la Grèce au FESF en 2015, à la suite de l'accord à l'Eurogroupe du 22 février.

[4] Voir Céline Antonin, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau et Sébastien Villemot, 2015, « La Grèce sur la corde raide », *Revue de l'OFCE*, nº 138.

# La désinflation manquante est-elle uniquement un phénomène américain ?

Par Paul Hubert, Mathilde Le Moigne

La dynamique de l'inflation après la crise de 2007-2009 est-elle atypique ? Selon Paul Krugman : « si la réaction de l'inflation (ndlr : aux Etats-Unis) avait été la même à la suite de la Grande Récession que lors des précédentes crises économiques, nous aurions dû nous trouver aujourd'hui en pleine déflation… Nous ne le sommes pas. » En effet, après 2009, l'inflation aux Etats-Unis est demeurée étonnamment stable au regard de l'évolution de l'activité réelle. Ce phénomène a été qualifié de « désinflation manquante ». Un tel phénomène s'observe-t-il dans la zone euro ?

En dépit de la plus grande récession depuis la crise de 1929, le taux d'inflation est resté stable autour de 1.5% en moyenne entre 2008 et 2011 aux Etats-Unis, et de 1% en zone euro. Est-ce à dire que la courbe de Phillips, qui lie l'inflation à l'activité réelle a perdu toute validité empirique ? Dans une note de 2016, Olivier Blanchard rappelle au contraire que la courbe de Phillips, dans sa version originelle la plus simple, reste un instrument valable pour appréhender les liens entre inflation et chômage, et ce en dépit de cette « désinflation manquante ». Il note cependant que le lien entre les deux variables s'est affaibli, parce que l'inflation dépend de plus en plus des anticipations d'inflation, elles-mêmes ancrées à la cible d'inflation de la Fed américaine. Dans leur article de 2015, Coibion et Gorodnichenko expliquent cette désinflation manquante aux Etats-Unis par le fait que les

anticipations d'inflation sont plutôt influencées par les variations des prix les plus visibles, comme par exemple les variations du prix du baril de pétrole. On observe d'ailleurs depuis 2015 une baisse des anticipations d'inflation concomitante à la baisse des prix du pétrole.

La difficulté à rendre compte de l'évolution récente de l'inflation, au travers de la courbe de Phillips, nous a conduits à évaluer, dans un récent document de travail, ses déterminants potentiels et à examiner si la zone euro a également connu un phénomène de « désinflation manquante ». Sur la base d'une courbe de Phillips standard, nous ne retrouvons pas les conclusions de Coibion et Gorodnichenko lorsque l'on considère la zone euro dans sa totalité. Dit autrement, l'activité réelle et les anticipations d'inflation décrivent bien l'évolution de l'inflation.

Cependant, ce résultat semble provenir d'un biais d'agrégation entre les comportements d'inflation nationaux au sein de la zone euro. En particulier, nous trouvons une divergence notable entre pays dits du Nord de l'Europe (Allemagne, France), exhibant une tendance générale à une *inflation manquante*, et les pays davantage à la périphérie (Espagne, Italie, Grèce) exhibant des périodes de *désinflation manquante*. Cette divergence apparaît néanmoins dès le *début* de notre échantillon, c'est-à-dire dans les premières années de la création de la zone euro, et semble se résorber à partir de 2006, sans changement notable au cours de la crise de 2008-2009.

Contrairement à ce qu'il s'est produit aux États-Unis, il apparaît que la zone euro n'a pas connu de désinflation manquante à la suite de la crise économique et financière de 2008-2009. Il semble au contraire que les divergences d'inflation en Europe sont antérieures à la crise, et tendent à se résorber avec la crise.

# Mesurer le bien-être et la soutenabilité : un numéro de la Revue de l'OFCE

par Eloi Laurent

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE (n° 145, février 2016)* présente certains des meilleurs travaux qui se développent à grande vitesse autour des indicateurs de bien-être et de soutenabilité.

Pourquoi vouloir mesurer le bien-être ? Parce que l'idée que la croissance économique représente le développement humain au sens où elle constituerait un bon condensé de toutes ses dimensions est tout simplement fausse. La croissance du PIB n'est pas une condition préalable du développement humain, c'est au contraire, désormais, souvent son entrave (comme l'illustre le coût sanitaire exorbitant de la pollution atmosphérique en Inde et en Chine, deux pays qui concentrent un tiers de la population humaine). Dès lors, l'augmenter ne suffit pas à se développer humainement, il y faut des politiques spécifiques qui se donnent pour objet direct l'éducation, la santé, les conditions environnementales ou encore la qualité démocratique. Sans la considération de cette pluralité du bien-être, une dimension, généralement la dimension économique, s'impose aux autres et les écrase, mutilant le développement humain des individus et des groupes (l'exemple de la santé aux Etats-Unis est particulièrement frappant à cet égard).

Pourquoi vouloir mesurer la soutenabilité ? Parce qu'un taux de croissance mondiale de 5 % aujourd'hui nous importe peu si

le climat, les écosystèmes, l'eau et l'air qui sous-tendent notre bien-être se sont irrévocablement dégradés en deux ou trois décennies du fait des moyens déployés pour atteindre cette croissance. Ou pour le dire avec les mots du ministre de l'Environnement chinois, Zhou Shengxian, en 2011 : « si notre terre est ravagée et que notre santé est anéantie, quel bienfait nous procure notre développement ? ». Il faut donc actualiser notre bien-être pour que celui-ci ne soit pas qu'un mirage. Nos systèmes économiques et politiques n'existent que parce qu'ils sont sous-tendus par les ressources d'un ensemble qui les contient, la biosphère, dont la vitalité est la condition de leur perpétuation. Pour le dire brutalement, si les crises écologiques ne sont pas mesurées et maîtrisées, elles finiront par balayer le bien-être humain.

Les indicateurs de bien-être et de soutenabilité doivent donc entrer dans un nouvel âge, performatif : après avoir mesuré pour comprendre, il nous faut à présent mesurer pour changer. Évaluer pour évoluer. Car le changement qu'appellent ces nouvelles visions du monde économique est considérable. Ce temps de l'action implique toujours des choix et des arbitrages qui n'ont rien de simple. C'est précisément le double objet de ce numéro de la *Revue de l'OFCE* : montrer que les indicateurs de bien-être et de soutenabilité sont parvenus à maturité et qu'ils peuvent désormais non seulement changer notre vision du monde économique mais notre monde économique lui-même ; donner à voir les types de choix qui se présentent aux décideurs privés et publics pour mener à bien ce changement. Les deux parties qui composent ce numéro mettent à cet égard clairement en lumière la question de l'échelle pertinente de la mesure du bien-être et de la soutenabilité.

La première partie de ce numéro est consacrée au sujet relativement nouveau de la mesure du bien-être territorial en France. Mesurer le bien-être là où il est vécu suppose en effet de descendre vers l'échelle locale la plus fine : la nécessité de mesurer et d'améliorer le bien-être humain au

plus près des réalités vécues par les personnes, de même que l'ampleur des inégalités spatiales dans la France contemporaine impose la perspective territoriale. Il existe au moins deux raisons fortes qui font des territoires (régions, métropoles, départements, villes), plus que les États-nations, les vecteurs par excellence de la transition du bien-être et de la soutenabilité. La première tient à leur montée en puissance sous le double effet de la mondialisation et de l'urbanisation. La seconde tient à leur capacité d'innovation sociale. On parle à ce sujet, à la suite de la regrettée Elinor Ostrom, de « transition polycentrique » pour signifier que chaque échelon de gouvernement peut s'emparer de la transition du bien-être et de la soutenabilité sans attendre une impulsion venue d'en haut.

Monica Brezzi, Luiz de Mello et Éloi Laurent (« Au-delà du PIB, en-deçà du PIB : Mesurer le bien-être territorial dans l'OCDE ») donnent à voir les premiers résultats de travaux théoriques et empiriques conduits actuellement dans le cadre de l'OCDE (accessibles de manière interactive sur le site http://www.oecdregionalwellbeing.org/ ) pour mesurer certaines dimensions du bien-être au niveau régional et appliquer ces nouveaux indicateurs au cas français afin d'en tirer d'utiles enseignements pour les politiques publiques.

Robert Reynard (« La qualité de vie dans les territoires français ») propose un panorama des résultats obtenus récemment par l'Insee à l'aide d'indicateurs territoriaux de qualité de vie qui permettent de constituer une nouvelle typologie des espaces français mettant en évidence huit grands types de territoires, qui se distinguent à la fois par les conditions de vie de leurs habitants (emploi, revenus, santé, éducation, etc.) et par les aménités que les territoires offrent à leur population (cadre de vie, accès aux services, transports, etc.). La nouvelle représentation de la France qui en résulte constitue une aide précieuse à la décision pour ceux qui ont en charge les politiques visant l'égalité des

territoires.

Kim Antunez, Louise Haran et Vivien Roussez (« Diagnostics de qualité de vie : Prendre en compte les préférences des populations ») reviennent sur l'approche développée dans le cadre de l'Observatoire des territoires et mettent en lumière les indicateurs, proposés à des échelles géographiques adaptées, qui permettent de rendre compte du caractère multidimensionnel de la qualité de vie en France. Ici aussi, des typologies de territoires explorent le lien entre les aménités variées des cadres de vie et les aspirations diverses des populations qui y résident, pour souligner les déséquilibres existants et les leviers d'action publique mobilisables pour les réduire.

Enfin, Florence Jany-Catrice (« La mesure du bien-être territorial : travailler *sur* ou *avec* les territoires ? ») insiste sur une dimension fondamentale de ce débat sur la mesure du bien-être territorial français : la participation des citoyens à la définition de leur propre bien-être. Elle montre notamment que la portée des indicateurs retenus dépend du fait que celles et ceux qui les élaborent travaillent sur les territoires ou avec eux, c'est dans ce dernier cas seulement que le territoire et ses habitants deviennent de véritables acteurs dans l'élaboration d'une vision partagée.

Mais mesurer la soutenabilité suppose, à l'inverse de ces approches localisées, de remonter l'échelle géographique vers le national et même le niveau global. C'est l'objet des articles de la seconde partie de ce numéro qui porte sur un sujet dont l'importance a été encore soulignée par la récente loi sur la transition énergétique : l'économie circulaire. Il y a ici une différence cruciale à opérer entre une économie apparemment circulaire, qui concernerait un produit ou une entreprise et la véritable circularité économique, qui ne peut s'apprécier qu'en élargissant la boucle pour parvenir à une vision systémique.

C’est ce qu’entendent démontrer Christian Arnsperger et Dominique Bourg (« Vers une économie authentiquement circulaire : réflexions sur les fondements d’un indicateur de circularité ») en s’interrogeant sur les principaux aspects, enjeux et questionnements que les concepteurs d’un indicateur d’économie authentiquement circulaire, s’il devait un jour être bâti au plan formel et technique, devraient prendre en compte. Ils concluent notamment que sans une vision systémique orientée vers la réduction, le rationnement et la stationnarité propres à l’approche perma-culturelle, l’idée d’économie circulaire restera constamment vulnérable à une récupération peut-être bien intentionnée, mais finalement de mauvais aloi.

Vincent Aurez et Laurent Georgeault (« Les indicateurs de l’économie circulaire en Chine ») s’efforcent justement d’évaluer la pertinence et la portée réelle des outils d’évaluation développés ces dernières années par la Chine pour donner corps à une politique intégrée d’économie circulaire ayant pour objectif d’assurer la transition vers un modèle sobre en ressources et bas carbone. Ces instruments, à bien des égards uniques mais encore insuffisants, se distinguent par leur caractère systémique et multidimensionnel et constituent dès lors un apport original au champ des indicateurs de soutenabilité.

Finalement, Stephan Kampelmann (« Mesurer l’économie circulaire à l’échelle territoriale : une analyse systémique de la gestion des matières organiques à Bruxelles »), mobilisant la théorie des systèmes socio-écologiques, se livre à un exercice particulièrement novateur consistant à comparer, selon une batterie d’indicateurs d’impact économiques, sociaux et environnementaux, deux trajectoires possibles pour la gestion municipale des flux de matières organiques à Bruxelles : un traitement centralisé par biométhanisation et un traitement par compostage décentralisé.

Ainsi donc, si le bien-être se mesure le mieux à l’échelle

locale, la soutenabilité, y compris celle des territoires, s’évalue correctement en tenant compte de l’impact ressenti au-delà des frontières locales ou nationales. Des arbitrages apparaissent alors entre ces dimensions, dont l’exploration et la possible transformation en synergies au niveau territorial et national constituent les chantiers les plus prometteurs ouverts par la transition du bien-être et de la soutenabilité.