

# Document de travail n°60

**Perspectives 2017  
et analyse des freins  
qui brident le redémarrage  
de l'économie française**



**Coe-Rexecode**

**SEPTEMBRE 2016**

Ce document de travail a été réalisé par

## L'équipe de conjoncture et de prévisions



---

### DIRECTION

Michel DIDIER, président ; Jean-Michel BOUSSEMARY, conseiller ; Denis FERRAND, directeur général ;  
Emmanuel JESSUA, directeur des études ; Charles-Henri COLOMBIER, directeur de la conjoncture ;  
Murielle PREVOST, directrice des systèmes d'information

### CONSEIL D'ADMINISTRATION

Michel DIDIER, Président ; Jean-Paul VERMES : co-Président ; Membres d'honneur : Jacques-Henri DAVID, Gérard WORMS ;  
Vice-président : Michel CICUREL, Pierre GADONNEIX ; Trésorier : Antoine GENDRY  
Administrateurs : Viviane CHAINE-RIBEIRO, Jacques CHANUT, Jean-François CLIMENT, Olivier COSTA de BEAUREGARD, Jean DESAZARS  
de MONTGAILHARD, Jérôme FRANTZ, Bruno GRANDJEAN, Michel GUILBAUD, Etienne GUYOT, Anne-Marie IDRAC, François JACKOW,  
Philippe LAMOUREUX, Raymond LEBAN, Hubert MONGON, Nicolas MOREAU, Geoffroy ROUX DE BEZIEUX, Geneviève ROY,  
Alexandre SAUBOT

---

---

## Sommaire

<b>Synthèse</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Nos prévisions pour 2017</b> .....	<b>7</b>
1.1. Bref panorama de la situation économique mondiale .....	7
1.2. Notre analyse macroéconomique pour 2017 .....	8
1.3. Le scénario central est une croissance mondiale stabilisée.....	10
1.4. La croissance française retombera légèrement en 2017.....	11
<b>2. Les freins au redémarrage de la croissance française</b> .....	<b>20</b>
2.1. Une perte de compétitivité sans précédent historique ...	21
2.2. Un choc fiscal de grande ampleur peu efficace sur le déficit public .....	27
2.3. Un quinquennat marqué par l'obsession fiscale .....	30



## Synthèse

### La croissance française sera un peu plus faible en 2017 qu'en 2016

La croissance française a été soutenue jusqu'au début 2016 par une conjonction exceptionnellement favorable : forte baisse du prix du pétrole de la mi-2014 à la fin 2015, baisse du taux de change effectif de l'euro jusqu'au printemps 2015, baisse des taux d'intérêt en 2015 et 2016. La France n'a cependant pas réussi à réellement transformer ces impulsions extérieures en reprise économique.

Après le rebond du début d'année 2016 (+2,7 % l'an), le PIB en volume a très légèrement reculé au deuxième trimestre (-0,4 % l'an). L'investissement a évolué de manière positive puis erratique, en raison de la mesure de suramortissement. La tendance de la consommation des ménages s'est infléchie avec le redressement de l'inflation, dû à l'inversion de tendance du prix du pétrole qui pénalise le pouvoir d'achat. Avec la fin des impulsions extérieures, compte tenu d'une dynamique intrinsèque faible de notre économie et d'une « fuite à l'importation » qui s'accroît, la croissance française se tassera en 2017. Elle serait de 1,1 % en moyenne annuelle, après 1,3 % en 2016. Malgré ces prévisions de croissance modeste, le taux de chômage en France devrait continuer à se replier légèrement cette année (9,6 % en moyenne annuelle), grâce aux mesures temporaires (formation, prime à l'embauche) et devrait être quasiment stable en 2017 (9,4 %).

Pour le reste du monde, Coe-Rexecode retient la perspective d'une croissance mondiale stable pour 2017 au voisinage de 3 %, accompagnée d'un déplacement d'activité des économies développées vers les économies émergentes et de la zone euro vers les Etats-Unis.

### Les freins au redémarrage de la croissance française

Le taux de croissance de la France par habitant semble passer structurellement au-dessous de celui de la moyenne européenne. Comparée notamment à l'Allemagne, la situation française s'est particulièrement dégradée. Depuis 2006, en dix ans, l'écart de PIB par habitant entre les deux pays s'est creusé de dix points en défaveur du revenu par tête en France.

Coe-Rexecode relève trois freins majeurs au redémarrage économique en France.

#### 1. Une perte de compétitivité sans précédent historique

Comme l'a montré Coe-Rexecode il y a déjà plusieurs années, notamment dans le rapport *Compétitivité France-Allemagne, Le grand écart* (Economica, 2010), la France souffre d'une importante perte de compétitivité. Le recul des parts de marché s'est amorcé au début des années 2000 et il n'a pas encore pris fin. La part de marché de la France par rapport à la zone euro est passée de 17 % en 2000 à 13,4 % en 2015. Si le

pays avait simplement maintenu la part de marché qu'il avait en 2000, il exporterait actuellement 164 milliards d'euros de plus (environ 25 % de plus).

L'institut concluait en 2010 à la nécessité, d'une part, d'un recalage des coûts salariaux par une baisse des charges, d'autre part, d'une modification des mécanismes de formation des salaires, afin d'éviter qu'un nouveau décalage de coût ne réapparaisse progressivement.

La prise de conscience a été amorcée en 2010, puis a été confirmée avec le rapport Gallois en 2012. La mise en œuvre par le gouvernement des allègements de charges à partir de 2013 avec le CICE et, à partir de 2015, avec le Pacte de responsabilité, a permis de diminuer de 2,4 % le coût salarial unitaire dans l'ensemble de l'économie. Par rapport à la dérive relative du coût salarial français sur l'Allemagne enregistrée depuis début 2000, cela représente un recalage de près de 25 % de l'écart.

Au stade actuel, les allègements du coût du travail semblent avoir été essentiellement consacrés à une reconstitution des marges (le taux de marge de l'ensemble des sociétés non financières a progressé de 1,9 point, passant de 29,8 % fin 2013 à 31,7 % mi-2016) et non à une diminution des prix de production. La voie d'une restauration de la compétitivité hors-prix via l'investissement a donc été privilégiée par rapport à une stratégie de compétitivité-prix. Cependant, les mesures étant concentrées sur des salaires correspondant à des emplois peu ou moyennement qualifiés, elles portent peu sur l'industrie qui est le secteur le plus exposé à la concurrence mondiale. Leurs effets sur la compétitivité seront donc longs à apparaître.

Au-delà des allègements, qui portent sur la dimension non-salariale du coût du travail, il est important de créer les conditions d'une moins grande déconnexion des évolutions salariales avec celles de la productivité. La loi « Travail » a récemment tenté d'introduire davantage de souplesse, avec notamment les « accords offensifs ». Cependant l'impact positif (que nous avons évalué potentiellement à 50 000 emplois) reste aléatoire, car les textes actuels ne permettront pas une meilleure adéquation des salaires à la productivité en période de creux conjoncturel.

## **2. Un « choc fiscal » peu efficace sur le déficit public**

L'objectif de réduire le déficit public, posé au départ par le gouvernement, n'est pas en cause. Cependant, le choix de privilégier un choc fiscal de grande ampleur s'est avéré peu efficace. Le « choc fiscal » entre 2011 et 2013 s'est traduit par une hausse cumulée des prélèvements obligatoires de 74,4 milliards d'euros. Celui-ci a d'abord autant pesé sur les entreprises que sur les ménages. Le CICE et les allègements de charges du Pacte de responsabilité ont par la suite réduit très fortement la hausse portant sur les entreprises. La distinction entreprises-ménages est cependant peu pertinente. La hausse de la fiscalité du capital concernant les ménages est préjudiciable à la croissance et à l'investissement, pourtant indispensable à une montée en gamme des produits français, ainsi que Coe-Rexecode l'a développé dans l'ouvrage *L'imposition sur le capital au XXIème siècle Une coûteuse singularité française* (Economica, Paris, 2016).

### 3. Un quinquennat marqué par l'obsession fiscale

Au-delà du montant global du choc fiscal, l'impact des modalités de prélèvements sur les comportements, rarement pris en compte par les macro-économistes, est tout aussi important.

En termes de structure, les anomalies de notre système fiscal portent sur le poids particulièrement élevé des impôts (qui pèsent sur le compte d'exploitation des entreprises) et de la fiscalité du capital. L'empilement d'impôts assis sur le revenu du capital et sur le stock de capital conduit à la situation absurde de taux marginaux de prélèvement de plus de 100 % du revenu. Le barème de l'impôt sur la fortune étant fixe et indépendant du rendement du capital, cela signifie que le poids réel de l'impôt fluctue dans le temps, non seulement en fonction des bases, comme il est normal, mais aussi en fonction du rendement du capital fixé par les marchés, rendement qui a très fortement baissé. Comparés à nos taux d'imposition, qui peuvent atteindre et dépasser largement 100 %, les taux de prélèvement sur le capital sont en Allemagne de 26 %, et de 25 à 30 % dans l'ensemble des pays européens.

Le caractère excessif des taux marginaux d'imposition a imposé aux pouvoirs publics de multiplier les dérogations à la règle générale. Les « niches fiscales » (abattements, déductions et aménagements divers) rendent notre système fiscal illisible et génèrent des coûts d'administration et de contrôle importants. Il résulte des multiples « niches » une complexité croissante et une instabilité chronique des règles fiscales, qui perturbent les décisions d'épargne et d'investissement et découragent les projets de long terme. La fiscalité du capital en France favorise l'épargne liquide ou orientée vers la dépense publique au détriment de l'investissement productif. L'instabilité, les sauts brutaux d'imposition et les effets de seuils entraînent des comportements de protection ou de prudence et ont des conséquences économiques défavorables. Le cercle vicieux « taux élevés, multiplication des niches, instabilité » est la caractéristique majeure du mauvais logiciel de la fiscalité du capital française. La stabilisation de la fiscalité du capital ne pourra être trouvée que dans le cadre d'un droit commun fiscal simple, d'application générale et cohérent avec la fiscalité des autres pays de la zone euro.

## Chiffres clés

<i>Variations annuelles, en % (sauf autre indication)</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>1 - Taux de croissance du PIB en volume</b>				
<b>Monde</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
<b>Pays OCDE</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
dont : Etats-Unis	2,4	2,6	1,5	1,8
Japon	0,0	0,5	0,5	0,6
Zone euro à 19 pays	1,1	1,9	1,6	1,4
dont : Allemagne	1,6	1,7	1,8	1,4
France	0,6	1,3	1,3	1,1
Italie	-0,3	0,8	0,9	0,8
Espagne	1,4	3,2	3,1	2,2
Royaume-Uni	3,1	2,2	2,0	0,5
<b>Pays hors OCDE</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
dont : Chine	7,3	6,9	6,5	6,0
Inde	7,1	7,7	7,5	7,3
Russie	0,6	-3,7	-0,3	0,8
Brésil	0,1	-3,9	-3,5	0,5
Afrique	3,5	3,0	1,6	2,5
Moyen-Orient	3,7	2,3	2,3	2,6
<b>2 - Marchés mondiaux</b>				
Commerce mondial (en volume)	3,3	1,9	2,1	3,3
Importations des pays OCDE	4,0	4,4	2,1	3,2
Importations des pays hors OCDE	1,8	-3,4	2,0	3,4
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	100	54	45	58
Indice des prix des matières premières hors énergie en dollar	216	178	170	174
"    "    "    "    "    en euro	193	191	181	179
<b>3 - Taux de change</b>				
1 \$ = ... euro	0,75	0,90	0,90	0,87
=... yens	106	121	107	102
1 € = ... dollars	1,33	1,11	1,12	1,16
= ... yens	140	134	120	118
1 £ = ... dollars	1,65	1,53	1,38	1,36
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>				
Etats-Unis (euro-dollar)	0,2	0,3	0,7	0,9
Japon (euro-yen)	0,1	0,1	0,0	-0,2
Zone euro (euro-euro)	0,2	0,0	-0,3	-0,2
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>				
Etats-Unis	2,5	2,1	1,7	1,8
Japon	0,6	0,4	-0,1	0,1
Allemagne	1,2	0,5	0,0	0,1
<b>6 - Taux d'inflation</b>				
Etats-Unis	1,6	0,1	1,1	1,9
Japon	2,7	0,8	-0,1	0,5
Zone euro	0,4	0,0	0,2	1,2
Chine	2,0	1,4	2,1	2,5

\* moyenne annuelle

## 1. Nos prévisions pour 2017

### 1.1. Bref panorama de la situation économique mondiale

Après dix-huit mois de recul, les cours du pétrole et des matières premières ont fortement rebondi. Le prix du Brent fluctue désormais au voisinage de 50 dollars. Selon les données de l'Agence Internationale pour l'Energie, l'excédent de l'offre par rapport à la demande mondiale est désormais résorbé, mais les stocks de pétrole restent à un niveau très élevé.

L'activité économique s'inscrit sur une tendance un peu plus favorable dans les économies émergentes, alors que la tendance est un peu décevante dans les économies les plus développées.

En Chine, la tendance de moyen terme est à la normalisation de la croissance, ce qui signifie un ralentissement progressif. Mais sur les derniers mois, l'activité industrielle a regagné un peu plus de dynamisme (+6 % sur un an) malgré une franche décélération de l'investissement privé. La croissance est soutenue en Inde. Elle semble en passe de ne plus reculer au Brésil où les enquêtes de conjoncture sont moins négatives. Elle est encore hésitante en Russie.

La croissance économique américaine a été décevante. Elle a connu, il y a un an, une nette baisse de régime, avec trois trimestres de suite au voisinage de 1 % l'an. La consommation des ménages est restée jusqu'ici soutenue, mais l'investissement productif a reculé. La récession industrielle qui avait commencé au début 2015 semble se terminer. Cependant, les indices des directeurs d'achat sont nettement retombés en août, laissant penser que la reprise américaine reste toujours peu dynamique.

L'inquiétude est évidemment beaucoup plus forte au Royaume-Uni où les enquêtes d'opinion sur les anticipations des chefs d'entreprise ont décroché en juillet, avant de rebondir en août. Les hausses de prix et les investissements dans l'immobilier commercial se replient. Toutefois, après que la Banque d'Angleterre a abaissé son principal taux directeur début août, les ventes au détail ont encore augmenté en juillet et la consommation privée était toujours bien orientée. Les incertitudes liées au Brexit ne semblent pas pour l'instant avoir mordu sur le rythme d'activité.

Dans la zone euro, deux groupes de pays se sont distingués au printemps. L'Allemagne et l'Espagne ont affiché une bonne croissance. En Italie et en France, après un bon premier trimestre, le niveau de l'activité a en revanche stagné. Pour l'ensemble de la zone euro, les enquêtes de conjoncture d'Eurostat et les indices PMI reflètent une croissance européenne en progression à allure modérée. Nous revenons plus en détail sur l'économie française dans la suite de ce dossier.

Au total, pour l'ensemble du monde, selon les comptes nationaux trimestriels agrégés de 54 pays, le PIB mondial aurait été en hausse de 3 % l'an au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, dans le prolongement du rythme tendanciel passé. Depuis juin dernier, la tonalité des indicateurs de l'activité mondiale est légèrement plus positive. La croissance s'accompagne de certains déséquilibres (endettement dans les économies émergentes notamment) et de la montée de certains risques financiers, mais on ne voit pas actuellement de tensions majeures susceptibles de bloquer la croissance mondiale à court terme. Par ailleurs, l'inflation reste très faible.

## 1.2. Notre analyse macroéconomique pour 2017

Construire la prévision la plus vraisemblable pour 2017 ne peut se contenter de prolonger les tendances récentes. Il faut surtout porter un diagnostic précis sur les forces économiques à l'œuvre, en distinguant les tendances profondes et les facteurs conjoncturels, par nature plus temporaires.

### Les tendances profondes

Au-delà des mouvements de la conjoncture, les tendances profondes sont les suivantes. Une large partie des pays émergents sont dans une période de croissance structurelle soutenue, relativement autonome. Dans les pays développés, le ralentissement démographique, les faibles gains de productivité macroéconomiques et les rigidités structurelles dans une partie des régions, conduisent à une croissance potentielle structurellement plus faible que par le passé.

Les taux de croissance du PIB potentiel, qui sont en quelque sorte des cibles de moyen terme, sont selon nos estimations de 1,9 % pour les Etats-Unis, de l'ordre de 1 % pour la zone euro, peut-être un peu moins pour la France. L'hypothèse de travail est que l'on devrait s'orienter vers ces taux en 2017. Mais il faut aussi prendre en compte, au-delà des composantes structurelles, des facteurs conjoncturels. Ceux-ci ont été particulièrement heurtés au cours des années récentes.

### Les facteurs conjoncturels

Trois prix directeurs ont joué un rôle significatif entre 2014 et 2016 : le prix du pétrole, le prix de l'argent et les prix des devises.

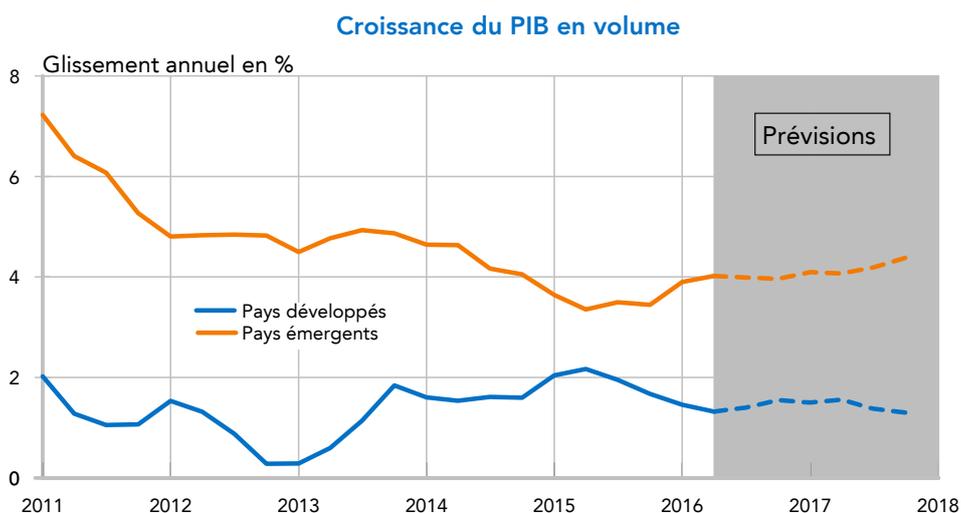
1. Les prix du pétrole et des matières premières ont baissé de la mi-2014 à la fin 2015, avant un contrechoc à la hausse. Ces mouvements brutaux ont donné à l'économie réelle des impulsions majeures. L'effondrement du prix du pétrole en deux étapes, une première baisse de 50 % à partir de l'été 2014, une seconde baisse à nouveau de 50 % à l'été 2015 représente un « cadeau » de pouvoir d'achat pour les pays consommateurs de l'ordre à 1 à 1,5 point de PIB, très favorable à l'ensemble de ces pays.

2. Les taux d'intérêt ont baissé de 150 à 200 points de base dans les pays développés en 2015-2016. Cette baisse de taux a constitué un deuxième « cadeau ».

3. Enfin, un troisième cadeau, cette fois spécifique à la zone euro, a été la baisse du taux de change de l'euro.

En 2015 puis en 2016, le taux de croissance de la zone euro aura été de 1,7 % par an dans un environnement extrêmement favorable : une politique budgétaire devenue neutre dès 2014, une politique monétaire très expansionniste, une dépréciation de l'euro, une forte chute du prix du pétrole et des matières premières. Ces facteurs favorables ont disparu ou sont en passe de l'être.

Nos perspectives pour 2017 prennent en compte la disparition de ces impulsions positives. Au total, nous retenons la perspective d'une croissance mondiale stable au voisinage de 3 %. Celle-ci s'accompagne toutefois d'un double mouvement de balancier de la croissance. Le premier va des économies développées vers les économies émergentes, le second de l'Europe vers les Etats-Unis.



Source : calculs et prévisions Coe-Rexecode

© Coe-Rexecode

### 1.3. Le scénario central est une croissance mondiale stabilisée

L'année 2015 avait été marquée par le plus faible écart de croissance entre économies développées et économies émergentes depuis quinze ans. L'écart se creusera en faveur des pays émergents d'ici fin 2017. Les économies russe et brésilienne sortent de la récession après deux années de recul du PIB. L'absence de réelle maîtrise de l'inflation et des comptes publics au Brésil, la permanence des sanctions internationales en Russie sont cependant des freins qui empêcheront une franche reprise. La croissance du PIB se rapprochera de 1 % en 2017 dans ces deux pays.

Le potentiel d'accélération de l'activité en Asie nous paraît faible. Les risques d'instabilité financière se renforcent sous l'effet d'un endettement toujours croissant, notamment en Chine. Les politiques de stimulation de l'activité permettront d'éviter un ralentissement trop marqué de la croissance chinoise en 2017. La Chine verra toutefois sa croissance revenir à 6 % en 2017, après 6,5 % en 2016.

La désynchronisation des politiques monétaires entre les Etats-Unis et la zone euro (arrêt des achats de titres par la Fed en 2014, puis lancement d'un vaste programme d'achats d'actifs par la BCE en 2015) ont eu pour première conséquence une forte appréciation du dollar. En 2016, pour la première fois depuis 2008, la croissance du PIB aux Etats-Unis a été plus lente que dans la zone euro. Cet écart s'inversera à nouveau d'ici 2017 en faveur des Etats-Unis. Le potentiel d'accélération de l'économie américaine est cependant réduit. La consommation des ménages américains sera beaucoup moins dynamique, car les revenus réels n'auront plus le soutien de la baisse du pétrole. L'arrêt du recul de l'investissement productif permettra toutefois à l'économie américaine d'afficher une croissance de 1,8 % en 2017, proche de son potentiel, après 1,5 % en 2016.

La zone euro avait réuni toutes les circonstances favorables à une accélération de sa croissance en 2015 et 2016 (change, pétrole, taux). Ces stimulants s'effacent ou se renversent et la croissance ralentira. Nous retenons un taux de croissance de 1,4 % en 2017, après 1,6 % en 2016. A un environnement international désormais moins favorable s'ajoutent les incertitudes politiques et institutionnelles associées au Brexit et au référendum à venir en Italie.

Les indicateurs économiques britanniques ne suggèrent pas pour l'instant de changement de tendance de l'économie au Royaume-Uni. Toutefois, la mécanique récessive issue du Brexit nous paraît bel et bien enclenchée. Elle passe par la hausse des prix des importations liée au recul de la livre et par les effets de richesse négatifs d'un repli des prix de l'immobilier. La croissance britannique reviendrait ainsi de 2 % en 2016 à 0,5 % en 2017.

## 1.4. La croissance française retombera légèrement en 2017

Comme l'ensemble des économies de la zone euro, la croissance française a été soutenue par un cumul de facteurs favorables jusqu'en début d'année 2016. Ce n'est désormais plus le cas. Il convient donc dans un premier temps d'estimer l'impact qu'ont pu exercer les mouvements « exogènes » du prix du pétrole, l'évolution des taux d'intérêt et celle du taux de change effectif de l'euro.

### L'impact du pétrole, des taux d'intérêt et du change : quelques ordres de grandeurs

Commençons par le pétrole. Le prix du Brent est passé de 82 euros par baril en moyenne en 2013 à 40 euros en moyenne en 2016. Cette chute du prix, intervenue en plusieurs étapes mais désormais interrompue, a entraîné une forte baisse de la facture des importations de produits pétroliers (nette des exportations). En prenant en compte les échanges de produits pétroliers bruts et raffinés, la réduction de la facture a représenté un gain de pouvoir d'achat pour l'économie française dans son ensemble de 24 milliards d'euros en 2016 par rapport à 2013, soit 1,1 point du PIB en France.

#### Allégement de la « facture » des importations de produits pétroliers de la France chaque année par rapport à l'année précédente (produits pétroliers bruts et raffinés)

	En 2014	En 2015	En 2016	Total
En milliards d'euros	-6,4	-12,7	-5,2	-24,2
En % du PIB	-0,3	-0,6	-0,2	-1,1

Source : Eurostat, statistiques du commerce international par CTCI  
Estimation Coe-Rexecode pour 2016

Cette restitution de pouvoir d'achat s'est ensuite répartie entre les ménages (*via* la baisse des prix de leurs achats de produits pétroliers finis) et les sociétés non financières (*via* la baisse du coût de leurs approvisionnements). L'impact est plus ambigu pour les administrations publiques : les recettes de TVA sur les produits pétroliers sont en baisse, mais le coût de leurs approvisionnements en produits pétroliers a également diminué.

Pour les ménages, la baisse du prix des produits pétroliers a représenté directement une restitution de pouvoir d'achat de l'ordre de 1 point de revenu réel sur les trois exercices, soit l'équivalent de 0,6 point de PIB en plus en dépenses de consommation. Nous reviendrons ultérieurement sur l'impact du prix du pétrole sur les comptes des sociétés non financières, pour analyser la remontée des marges.

**Contribution des prix des produits pétroliers à la variation  
de l'indice des prix à la consommation**

	2014	2015	2016	Cumul de 2014 à 2016
France				
Contribution à l'inflation	-0,2	-0,5	-0,3	-1,0
Contribution en équivalent PIB	-0,1	-0,3	-0,2	-0,6

Source : Eurostat

N.B. : Les calculs précédents correspondent à des impacts *ex-ante* qui ne prennent en compte que les effets de premier tour et n'intègrent pas d'éventuels changements de comportements.

Retenons à ce stade que les impacts *ex-ante* de la baisse du prix du pétrole ont été majeurs en 2015, qu'ils restent positifs mais s'atténuent en 2016 et disparaîtront en 2017.

Les taux d'intérêt

Depuis 2011, le taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans en France a reculé de 3,3 % à 0,5 % sur les marchés. Le taux d'intérêt moyen des crédits nouveaux aux sociétés non financières est passé de 3,4 % en moyenne en 2011 à 1,7 % en juillet 2016 et le taux sur les crédits nouveaux aux ménages pour l'habitat a reculé de 3,9 % à 1,8 % au cours de la même période.

Cette chute des taux nominaux s'est accompagnée depuis 2011 d'une hausse des taux d'endettement pour les administrations publiques et les sociétés non financières, mais pas pour les ménages. L'impact de la baisse des taux est donc différent selon les agents économiques. Elle a été relativement neutre pour les ménages, positive pour les administrations publiques et les sociétés non financières, négative pour les sociétés financières.

**L'impact de la baisse des taux diffère largement selon les agents économiques**

Les ménages sont prêteurs nets d'épargne. Les intérêts qu'ils reçoivent de leurs placements ont ainsi reculé en même temps que les intérêts versés pour leurs emprunts. Au total, de 2011 à 2015, dernière année estimée dans les comptes nationaux, les intérêts nets (versés moins reçus) des ménages ont été rigoureusement stables. Cette stabilité globale masque une redistribution au détriment des ménages prêteurs nets en faveur des ménages emprunteurs nets.

Etant largement emprunteurs nets, les sociétés non financières et les administrations publiques sont les principales gagnantes de la baisse des taux. Pour les entreprises non financières, les intérêts nets ont reculé de 24,8 milliards d'euros en 2011 à 18,8 milliards en 2015. Cette différence représente 0,3 point de PIB en leur faveur.

Pour les administrations publiques, leurs charges d'intérêts nets ont reculé de 50,9 milliards d'euros à 41 milliards entre 2011 et 2015, soit 0,5 point de PIB.

Une seconde manière d'apprécier l'impact de la baisse des taux sur le compte des administrations publiques consiste à estimer le montant des intérêts qui auraient été versés en l'absence de baisse des taux. En 2011, le taux d'intérêt apparent de la dette publique (obtenu en rapportant les intérêts versés en 2011 à l'encours moyen de la dette à la fin des années 2010 et 2011) était de 3,3 %. Il n'était plus que de 2,1 % en 2015. S'il était resté identique de 2011 à 2015, les intérêts payés par les administrations publiques, compte tenu de l'évolution de l'encours de la dette, auraient été supérieurs de 23,2 milliards d'euros au montant estimé par les comptes nationaux, soit un point de PIB. En cumul depuis 2011, la baisse des taux a « évité » 58 milliards d'euros de frais financiers aux administrations publiques.

Enfin, un agent économique est perdant à la baisse des taux d'intérêt. Il s'agit des sociétés financières dont les intérêts nets ont reculé de 34,6 milliards d'euros entre 2011 et 2015 selon les estimations des comptes nationaux, soit un recul de 1,6 point de PIB.

Positif pour les sociétés non financières et les administrations publiques, l'impact de la baisse des taux est donc négatif pour les sociétés financières et neutre pour les ménages. Au total, pour l'économie nationale en son ensemble, les ressources en intérêts ont plus reculé que les charges d'intérêts (à hauteur de 0,9 % du PIB de 2011 à 2015). Cette observation est cohérente avec une position extérieure nette qui s'est dégradée. En 2011, les engagements des résidents en France en titres de créances vis-à-vis du reste du monde dépassaient leurs avoirs sur le reste du monde à hauteur de 21,7 % du PIB. En 2015, ces engagements nets en titres de créances vis-à-vis du reste du monde se montaient à 29,4 % du PIB.

Les effets *ex-post* des baisses de taux d'intérêt sur la croissance sont positifs mais difficiles à estimer. Dans sa note de conjoncture de juin dernier, l'Insee estimait l'impact sur la croissance de la politique monétaire européenne *via* la baisse des taux à 0,2 point de PIB en 2015 et 0,2 point en 2016.

#### L'effet des taux de change

La décision d'achats massifs de titres par la BCE a entraîné à la baisse le taux de change effectif de l'euro (taux de change moyen) contre l'ensemble des monnaies de près de 20 % entre le début 2014 et le début 2015. Cette baisse a constitué une impulsion positive majeure sur les exportations. On notera cependant que le taux de change effectif nominal de l'euro a déjà regagné la moitié du terrain à partir du printemps 2015. Il s'est en effet réapprécié de près de 8 %.

### Taux de change effectif nominal de l'euro



L'impact des mouvements de change de l'euro a été positif dans un premier temps et s'est probablement concentré sur l'année 2015. C'est ce que suggère l'écart important entre la croissance des exportations de biens et services et celle de la demande mondiale adressée à la France en 2015. La croissance des importations de nos partenaires a été de 2,9 % en 2015. Les exportations françaises ont progressé de 6 % l'an dernier. Cette « surperformance » est commune à l'ensemble des pays de la zone euro. La France n'a donc plus gagné de parts de marché à l'exportation. Cependant, ce surcroît d'exportations s'est accompagné en France d'une accélération des importations, de sorte que la contribution totale des échanges extérieurs à la croissance française a été de nouveau négative en 2015 (de 0,2 point de PIB), ainsi qu'en 2016. En reprenant là encore l'estimation de l'Insee, l'impact de la dépréciation de l'euro sur la croissance aurait été de 0,2 point de PIB en 2015. Il serait en revanche nul en 2016.

### La croissance française sera plus faible en 2017 qu'en 2016

La France n'a pas réussi jusqu'à présent à transformer ces impulsions extérieures en reprise. Dans ce contexte, et au vu d'une dynamique intrinsèque qui reste plutôt modeste, nos perspectives conduisent à une légère retombée de la croissance en 2017.

## France

	2014	2015	2016	2017
<b>PIB et demande en volume</b>				
PIB	0,7	1,2	1,3	1,1
Consommation des ménages	0,7	1,5	1,4	0,9
Consommation publique	1,2	1,4	1,5	1,2
FBCF totale	-0,4	0,9	2,7	2,4
ménages	-3,5	-0,8	0,3	1,4
productif	1,4	2,7	3,9	3,0
administrations publiques	-5,8	-3,9	2,3	1,4
Exportations de biens et services	3,4	6,0	0,8	2,7
Importations de biens et services	4,8	6,4	2,1	3,0
<b>Prix et salaires</b>				
PIB	1,2	1,9	2,0	2,0
Déflateur du PIB	0,5	0,6	0,7	0,9
Prix de détail	0,5	0,1	0,3	1,3
" " : glissement sur 1 an, en fin de période	0,0	0,2	1,0	1,0
Salaire mensuel de base	1,4	1,3	1,2	1,3
Taux de salaire horaire	1,5	1,2	1,1	1,4
<b>Marché du travail</b>				
Emploi salarié "marchand"	-0,1	0,0	1,1	0,7
Taux de chômage au sens du BIT (%) **	9,9	10,1	9,6	9,4
Productivité horaire (SMNA)	0,8	1,0	0,7	0,5
Coût Salarial Unitaire (SMNA)	0,5	0,0	1,0	0,8
<b>Principaux ratios des comptes d'agents</b>				
Taux de marge des SNF en %*	30,4	31,4	31,7	31,7
Pouvoir d'achat du RDB des ménages***	0,4	1,4	1,5	0,8
Taux d'épargne brute des ménages (%)*	14,4	14,5	14,6	14,6
Solde des comptes publics en % du PIB *	-4,1	-3,5	-3,3	-3,3
<b>Comptes extérieurs</b>				
Balance commerciale FAB-FAB	-57,9	-45,4	-50,4	-58,8
en mrds d'euros (taux annuel)	88,3	90,9	89,9	88,6
Taux de couverture (%)				
Balance courante (taux annuel)				
- en mrds d'euros	-22,8	-4,3	-16,6	-24,9
- en % du PIB	-1,1	-0,2	-0,7	-1,1
<b>Taux d'intérêt</b>				
Euro-euro à 3 mois *	0,2	0,0	-0,3	-0,2
Obligations d'Etat à 10 ans *	1,7	0,8	0,4	0,4
<b>Taux de change</b>				
1 euro = ... \$ *	1,33	1,11	1,12	1,16
* moyenne sur la période    ** moyenne sur la période, France métropolitaine				
*** déflateur utilisé : Indice des prix à la consommation				

Après avoir connu un fort rebond en début d'année (au rythme annualisé de +2,7 %), le PIB a très légèrement reculé au deuxième trimestre (-0,4 % l'an). L'investissement a évolué de manière erratique, du fait notamment de la mesure de suramortissement (initialement en vigueur jusqu'au 15 avril et finalement prolongée jusqu'en fin d'année 2017). La consommation des ménages a quant à elle stagné, le redressement de l'inflation dû au renchérissement des produits pétroliers ayant pénalisé le pouvoir d'achat du revenu des ménages.

Avec la remontée graduelle des prix du pétrole, l'arrêt de la baisse des taux d'intérêt et la réappréciation du taux de change effectif de l'euro, plusieurs impulsions positives disparaîtront.

Pour ce qui est de l'impact des mesures politique économique, la transformation de la suppression de la C3S en une nouvelle augmentation du taux du CICE (de 6 à 7 %) décale son effet favorable sur la croissance à 2018 (mais son impact budgétaire également, d'où un déficit public qui ne se dégrade pas davantage en 2017, à 3,3 % du PIB).

Sans nouvelle impulsion, l'économie française se rapprochera de sa croissance de fond. C'est ce que suggèrent déjà les différentes enquêtes de conjoncture. Les indices synthétiques de climat des affaires publiés par l'Insee sont proches de leur moyenne de long terme, indiquant une croissance seulement tendancielle de l'activité.

En termes de composantes, l'investissement pourrait connaître une dynamique un peu plus soutenue, progressant, en 2016 et en 2017, à un rythme supérieur à 2 % en moyenne annuelle. Au vu du redressement passé des ventes par les promoteurs, comme des logements autorisés et mis en chantier, l'investissement des ménages est attendu en accélération. Celui des administrations publiques a pour sa part interrompu sa chute de 2014 et 2015. Du côté de l'investissement productif, plusieurs éléments positifs sont à relever. Interrogés en juillet, les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière continuent d'anticiper une forte progression de leur investissement par rapport à 2015 (+6 %). Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière se redresse depuis le début de l'année, suggérant que l'outil de production est mieux utilisé. Cet investissement productif un peu plus soutenu s'accompagne toutefois d'une fuite accrue à l'importation, qui limite son rendement en termes de croissance. La fuite à l'importation a d'ailleurs atteint un pic en début d'année : en volume, les importations de biens et services ont représenté près d'un quart des ressources (PIB et importations).

En conclusion, compte tenu du changement de l'environnement macroéconomique, au vu d'une dynamique intrinsèque plutôt modeste et d'une fuite à l'importation qui s'accroît, nous envisageons un tassement de la croissance économique française en 2017, à 1,1 % en moyenne annuelle après 1,3 % en 2016.

## Une baisse temporaire du chômage

### France - marché du travail

Prévisions Coe-Rexecode

<i>En milliers sauf indicateurs centraux</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Emploi salarié marchand						
variation en moyenne annuelle	-7,0	-97,8	-18,3	-5,3	174,5	116,1
variation en fin d'année	-72,0	-42,0	-63,0	86,0	180,7	79,1
Emploi total						
variation en moyenne annuelle	89,3	71,5	126,3	129,3	241,2	146,4
variation en fin d'année	50,0	131,0	76,0	201,0	231,8	104,2
Chômeurs au sens du BIT						
variation en moyenne annuelle	186,0	158,8	10,3	37,5	-114,0	-37,8
variation en fin d'année	246,0	1,0	123,0	-63,0	-126,1	17,1
Taux de chômage au sens du BIT						
niveau moyen de l'année - en %	9,4	9,9	9,9	10,1	9,6	9,4
niveau en fin d'année - en %	9,7	9,7	10,1	9,9	9,4	9,5
DEFM de catégorie A						
variation en moyenne annuelle	241,0	267,8	148,5	128,5	-38,3	-20,7
variation en fin d'année	282,4	176,3	184,9	88,2	-99,9	17,1

Malgré la croissance relativement modeste que nous retenons dans notre prévision, le taux de chômage se repliera légèrement cette année et serait quasiment stable en 2017, compte tenu de l'effet du « plan d'urgence pour l'emploi » mis en œuvre au premier trimestre 2016.

Ce plan contient deux mesures principales, qui vont affecter de manière différente le marché du travail :

- Une prime forfaitaire à l'embauche de 500 euros par trimestre, au prorata du temps de travail. Cette prime porte sur les embauches intervenant entre le 18 janvier et le 31 décembre 2016, sur un contrat d'au moins 6 mois (CDI, CDD, contrat de professionnalisation), pour une rémunération entre 1 et 1,3 SMIC, dans des entreprises de moins de 250 salariés. Elle est perçue pendant toute la durée du contrat, dans la limite de 2 ans.

Le flux d'embauches concernées dans les PME entre 1 et 1,3 SMIC est de l'ordre de 700 000 par an. Avec des hypothèses usuelles d'élasticité de la demande de travail à son coût (-0,9 au niveau du SMIC, -0,4 en moyenne), l'impact peut être estimé à 50 000 emplois en 2016.

- Un objectif de formation de 500 000 chômeurs supplémentaires en 2016, qui aura un impact direct sur les statistiques du chômage. Les personnes en formation ne sont plus considérées comme chômeurs (ni par Pôle emploi, ni par le BIT).

L'impact de cette mesure sur la baisse du chômage dépendra d'une part de la durée des formations proposées (des formations plus longues prolongent l'effet statistique) et de leur efficacité en termes de retour à l'emploi (ciblage sur des métiers en difficulté de recrutement). Nous avons retenu deux hypothèses dans le cadre de notre scénario : a. seules 250 000 personnes supplémentaires seraient formées ; b. nous ne tablons que sur une amélioration marginale du retour à l'emploi, compte tenu de la faible durée probable des formations proposées (déblocage de 1 milliard d'euros seulement, soit 2 000 euros par demandeur d'emploi). Un contrecoup est à attendre dès l'arrêt des entrées supplémentaires en formation.

En prenant en compte l'ensemble de ces éléments, nous anticipons une progression de l'emploi salarié marchand de 1,1 % en 2016 puis de 0,7 % en 2017. Nous retenons également un repli du taux de chômage en France métropolitaine à 9,6 % en moyenne annuelle en 2016 et 9,4 % en 2017 (10,1 % en 2015). Notons toutefois qu'en variation trimestrielle, aucun repli n'est observé en 2017. Le taux de chômage que nous attendons pour fin 2017 serait même un peu supérieur à celui de la fin 2016 et le nombre de chômeurs (au sens du BIT) serait un peu plus élevé que fin 2016.

## Un déficit public toujours au-dessus de 3 % du PIB

Pour l'année en cours, la prévision officielle d'un déficit public supérieur à hauteur de 3,3 % du PIB nous paraît atteignable. C'est le niveau auquel il s'inscrit en cumul sur les deux premiers trimestres.

La dépense publique pourrait cependant s'avérer plus dynamique que prévu dans les documents budgétaires. Elle a déjà progressé de 0,7 % à la fin du deuxième trimestre 2016 par rapport à 2015. Elle est déjà très proche de l'objectif pour l'ensemble de l'année qui est de +1,1 %. Les recettes fiscales semblent pour l'instant en ligne avec les prévisions retenues dans les documents budgétaires, en tout cas pour ce qui concerne celles de l'Etat. Au total, la cible de déficit de 3,3 % du PIB en 2016 n'est pas encore acquise et nécessite une poursuite des efforts, mais elle pourrait probablement être atteinte.

Pour 2017, les risques de dérapage sont importants. La cible de déficit public retenue par le gouvernement est à 2,7 % du PIB en 2017. Elle repose sur un scénario macroéconomique plutôt optimiste (1,5 % de croissance du PIB en 2017) au regard d'un contexte macroéconomique

qui sera moins favorable que lors des deux dernières années. Le simple écart de croissance en volume entre les prévisions du gouvernement et les nôtres occasionne de moindres recettes à hauteur de 0,2 point de PIB.

C'est surtout sur le volant de la dépense que les incertitudes paraissent les plus fortes. Le « plan d'économies de 50 milliards d'euros » n'est plus mis en avant. Cet effort d'économies était mesuré en écart par rapport à une « évolution tendancielle de la dépense » très dynamique, supérieure à celle du PIB et du PIB potentiel. Ainsi, stabiliser le poids de la dépense dans le PIB était déjà présenté comme « une réduction de la dépense publique ». Cette référence, qui était plus un outil de présentation que de pilotage, semble avoir été abandonnée. Plusieurs dépenses additionnelles (sécurité, filière agricole, enseignants...) ont de plus été annoncées au cours des derniers mois et auront une incidence sur l'équilibre budgétaire de 2017.

En conséquence, nous retenons une hypothèse de stabilisation du poids du déficit public à hauteur de 3,3 % du PIB en 2017 comme en 2016. Le poids de la dette publique serait de 99,1 % fin 2017, après 96,1 % en 2015.

## 2. Les freins au redémarrage de la croissance française

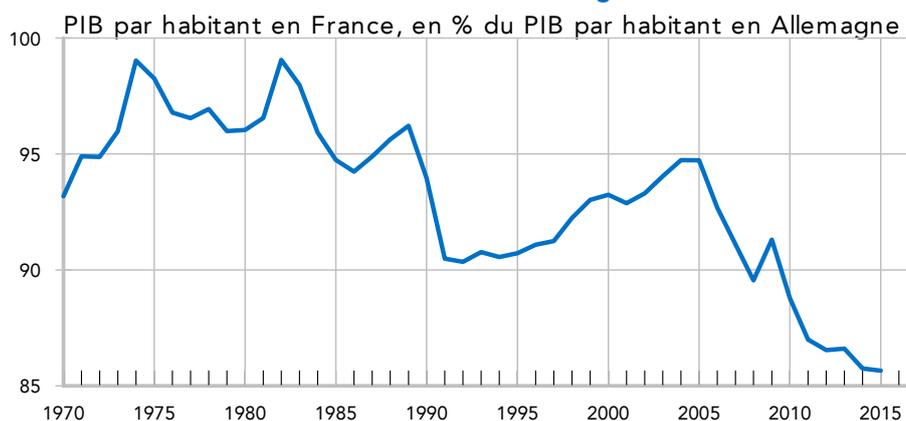
L'amélioration conjoncturelle observée en 2015 et 2016 laisse entières deux interrogations sur les obstacles structurels qui brident le redémarrage de l'activité en France.

1. Pourquoi la France a-t-elle si peu tiré parti de l'environnement exceptionnellement favorable et des fortes impulsions positives données par la baisse du prix du pétrole et des matières premières, des taux d'intérêt et de l'euro ? Ces facteurs auraient dû conduire à eux seuls à une reprise bien plus marquée que la modeste croissance observée en 2015 et 2016.

2. Pourquoi la France affiche-t-elle désormais un taux de croissance par habitant inférieur à la moyenne européenne ? Le taux de croissance française par habitant, qui mesure l'augmentation moyenne du pouvoir d'achat de l'économie, est en effet tombé au-dessous de la croissance moyenne de la zone euro, alors que plusieurs pays de la zone euro ont été dans des situations particulièrement difficiles.

Comparée à celle de l'Allemagne, la situation française s'est particulièrement dégradée. En dix ans, depuis 2006, l'écart de PIB par habitant entre la France et l'Allemagne s'est accru de près de dix points en défaveur du revenu par tête en France. En termes de produit intérieur brut, le Français moyen a perdu 10 % par rapport à l'Allemand moyen.

### Comparaison des produits intérieurs bruts par habitant (en volume) en France et en Allemagne



Source : Calcul Coe-Rexecode à partir des données de comptabilités nationales  
Rétropolation du PIB / habitant en Allemagne sur le PIB / hab en Allemagne  
de l'Ouest avant 1991

© Coe-Rexecode

Pour expliquer ces mauvais résultats, plusieurs pistes principales nous semblent à retenir.

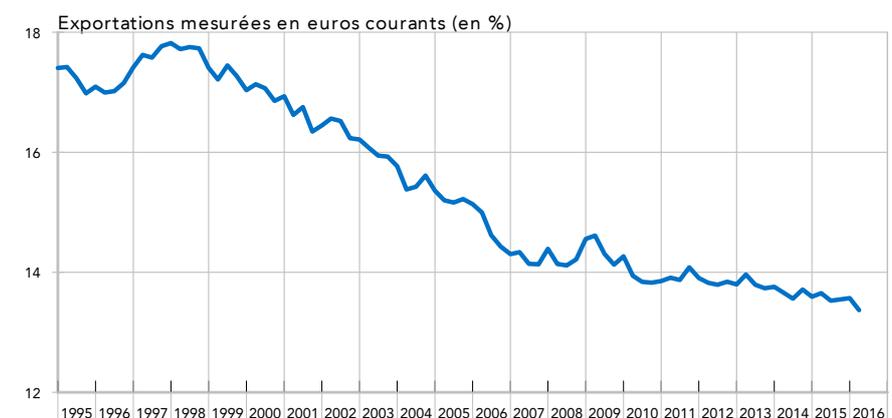
## 2.1. Une perte de compétitivité sans précédent historique

La première explication, que Coe-Rexecode a mise en lumière il y a déjà plusieurs années (notamment dans l'étude *Compétitivité France Allemagne Le grand écart*, Economica, Paris, 2010), est la perte de compétitivité non seulement dans le monde mais aussi par rapport à la zone euro. Un recul des parts de marché à l'exportation de la France dans la zone euro sans précédent historique s'est amorcé dans la première partie des années 2000. Ce choc a initialement été très violent, il s'est modéré ensuite mais il n'a pas encore pris fin. C'est, pour l'économie française, le fait dominant des quinze dernières années.

Il faut avoir conscience des enjeux macroéconomiques que représente le recul de nos parts de marché à l'exportation. Depuis 2000, dans les exportations de biens et services totales de la zone euro (qui s'élèvent à 4 800 milliards d'euros), la part de marché de l'Allemagne a augmenté de 26,5 % à 29,4 %. Celle des Pays-Bas, de la Belgique ou de l'Espagne ont été à peu près stables. Deux pays ont nettement reculé, l'Italie (de 12,9 % à 10,3 %) et la France, de 17,0 % en 2000 à 13,6 % en 2015. Si la France avait simplement maintenu la part de marché qui était la sienne en 2000, elle exporterait actuellement 164 milliards d'euros de plus, soit 25 % d'exportations en plus.

La dégradation de la compétitivité à l'exportation s'est accompagnée d'une contraction de la base industrielle. La part de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée des secteurs marchands non agricoles a reculé de 20,6 % à 14,7 % entre le début 2000 et la mi-2016. L'emploi industriel s'est fortement réduit et continue de diminuer.

**Part des exportations françaises de biens et services dans les exportations de biens et services de la zone euro**



Source : INSEE, Eurostat

© Coe-Rexecode

## Le crédit d'impôt compétitivité-emploi et le pacte de responsabilité visent à restaurer la compétitivité

Le rapport France-Allemagne déjà mentionné concluait à la nécessité d'une part d'un recalage des coûts salariaux par une baisse des cotisations sociales, afin de tenter de combler l'écart de coût accumulé depuis le décrochage de compétitivité, d'autre part d'une modification des mécanismes de formation des salaires afin d'éviter qu'un nouveau décalage ne réapparaisse progressivement.

La prise de conscience a été relativement lente : convocation des *Etats généraux de l'industrie*, dont le rapport final a été publié à la Documentation française en février 2010, mise en place d'une Commission de l'industrie, vote de la « TVA sociale » en 2012. Pour ce qui concerne le quinquennat en cours, le rapport Gallois (*Pacte pour la compétitivité de l'industrie française*, 2012) a constitué en novembre 2012 un signal d'alerte déterminant. Le gouvernement a réorienté sa politique économique en mettant en œuvre le « crédit d'impôt compétitivité-emploi » (CICE) puis le « Pacte de responsabilité ». Derrière les mots, les réalités concrètes sont les suivantes.

Le CICE consiste en un allègement du coût du travail sous la forme d'un crédit d'impôt imputable sur le paiement de l'impôt sur les sociétés. Ce crédit d'impôt est égal à 4 % de la masse salariale brute des seuls salariés rémunérés entre le smic et 2,5 fois le smic. Les entreprises ont perçu pour la première fois le CICE en 2014, sur la base de leur masse salariale de 2013. Le taux du CICE a ensuite été porté à 6 % à partir de 2014 (pour une perception par les entreprises à partir de 2015). Comme pour le crédit d'impôt recherche, il existe un décalage d'au moins un an entre le fait générateur (la masse salariale) et l'imputation qui a lieu l'année suivante. Si l'impôt sur les bénéfices est insuffisant pour que le CICE puisse être déduit, le crédit est reportable sur les trois années suivantes. Le montant budgétaire du CICE est estimé à terme à 20 milliards d'euros par an (18,5 milliards en 2016). Le taux passera de 6 % à 7 % en France métropolitaine à partir de 2017, pour une première imputation à partir de 2018.

Le gouvernement a par ailleurs mis en place des allègements supplémentaires dans le cadre du pacte de responsabilité. Depuis, le 1<sup>er</sup> janvier 2015, les employeurs sont totalement exonérés de cotisations sociales au niveau du smic (hors cotisations d'assurance chômage) et le taux des cotisations « famille » est abaissé de 1,8 point pour les salaires allant jusqu'à 1,6 fois le smic. Le coût budgétaire de la mesure est estimé à 4,6 milliards d'euros. La baisse de 1,8 point des cotisations familiales employeurs est étendue aux salaires compris entre 1,6 et 3,5 smic depuis le 1<sup>er</sup> avril 2016, ce qui représente un coût budgétaire et une baisse des cotisations de 3,1 milliards d'euros en 2016 et de plus de 4 milliards d'euros en 2017.

Par ailleurs, les cotisations familiales pour les travailleurs indépendants ont été réduites à hauteur de 1 milliard d'euros. Le pacte de responsabilité a aussi allégé la C3S de 1 milliard en 2015 et de 1 supplémentaire en 2016 pour les PME.

## Les allègements de charges ont contribué au redressement des marges des entreprises

Ces allègements ont contribué à l'amélioration des marges de l'ensemble des sociétés non financières (SNF) à partir de 2014. L'excédent brut d'exploitation (EBE) des SNF a progressé de 11,7 % entre la fin 2013, soit avant l'introduction du CICE dans les comptes, et le deuxième trimestre 2016, dernier point connu. Cela représente un gain financier annualisé de 37,7 Md€. Le taux de marge (EBE/valeur ajoutée) a progressé de 1,9 point, passant de 29,8 % à 31,7 % sur la période, alors qu'il avait décru sur la période 2010-2013.

Le CICE (que nous évaluons comme l'évolution des allègements d'exploitation entre 2013 et 2016, soit 16,5 milliards d'euros) et les mesures du pacte de responsabilité (allègements des cotisations familiales de 8 milliards d'euros, diminution de la C3S d'environ 2 milliards d'euros) entraînent une amélioration des résultats avant impôts de 26,5 milliards d'euros entre 2013 et 2016 (années 2014, 2015 et 2016), soit un peu plus de la moitié de la hausse des résultats sur la période. Les évolutions des prix des matières premières (notamment la baisse des prix du pétrole) entraînent un gain pour les entreprises de 38,4 milliards d'euros par la baisse de leurs consommations intermédiaires et le faible niveau des taux d'intérêt un gain de 13,7 milliards d'euros par la baisse de leurs frais financiers. Le dynamisme des salaires a en revanche pesé sur l'amélioration des marges des sociétés non financières (hausse de 39,6 milliards d'euros des coûts salariaux, de 47,6 milliards d'euros hors prise en compte des 8 milliards d'euros d'allègements du pacte de responsabilité).

**Décomposition de la progression de l'excédent brut d'exploitation  
des sociétés non financières en France entre 2013 et 2016**

En milliards d'euros, compte d'exploitation des SNF	2013	2016(*)	Ecart	Effet facteurs exogènes (taux d'intérêt, prix des matières premières)	Effet mesures de politique économiques (CICE, Pacte)	Hors effets exogènes et de politique économique
Production (1)	2 598,1	2 659,3	61,2			61,2
Consommations intermédiaires (2)	1 522,1	1 519,6	-2,6	-38,4		35,8
Valeur ajoutée (3) = (1) - (2)	1 076,0	1 139,7	63,7	38,4		25,3
Impôts sur la production (4)	58,9	60,4	1,5		-2	3,5
Allègements d'exploitation (5)	-16,5	-33,0	-16,5		-16,5	0,0
Salaires bruts (6)	536,2	564,6	28,4			28,4
Cotisations employeurs (7)	174,8	185,9	11,2		-8	19,2
Excédent brut d'exploitation (8) = (3) - (4) - (5) - (6) - (7)	322,6	361,8	39,2	38,4	26,5	-25,7
Frais financiers (9)	30,3	16,6	-13,7	-13,7		
Autres (10)	23,0	23,8	0,8			0,8
Résultats avant impôt (11) = (8) - (9) - (10)	269,4	321,4	52,1	52,1	26,5	-26,5

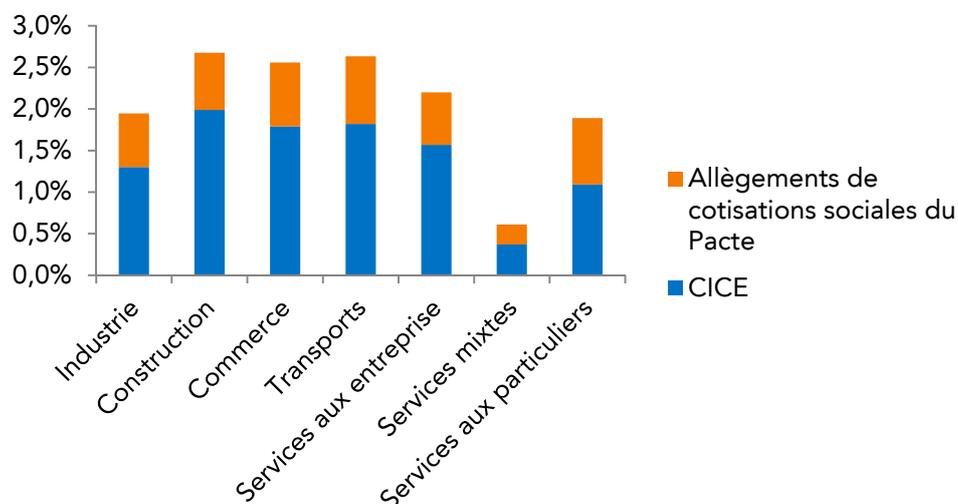
(\*) Prévision Coe-Rexecode

Source : comptes nationaux, calculs Coe-Rexecode

Lecture : L'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières augmente de 39,2 milliards d'euros entre 2013 (322,6 milliards d'euros) et 2016 (361,8 milliards d'euros). La baisse des prix des matières premières contribue à hauteur de 38,4 milliards d'euros à l'amélioration des marges et le CICE et le pacte de responsabilité contribuent à hauteur de 26,5 milliards d'euros. En l'absence de ces deux facteurs, l'excédent brut d'exploitation aurait diminué sur la période (-25,7 milliards d'euros), le surcroît de production (+61,2 milliards d'euros) étant plus que compensé par les hausses spontanées (hors prix des matières premières et mesures de politique économique) des consommations intermédiaires (+35,8 milliards d'euros), des impôts sur la production (+3,5 milliards d'euros) et des coûts salariaux (+47,6 milliards d'euros). Les résultats avant impôt augmentent de 52,1 milliards d'euros entre 2013 et 2016, ce surcroît d'augmentation par rapport à l'excédent brut d'exploitation s'expliquant essentiellement par la baisse des taux d'intérêt qui diminuent les frais financiers de 13,7 milliards d'euros.

S'agissant des allègements du coût du travail, le CICE et le pacte ont bénéficié à l'ensemble des secteurs, mais de manière inégale selon les secteurs.

### L'allègement en part de valeur ajoutée des secteurs dû au CICE et au pacte



Sources : comptes nationaux

Ce sont les secteurs de la construction, du commerce et des transports qui apparaissent comme les principaux bénéficiaires des mesures du CICE et du pacte de responsabilité, les montants ayant représenté plus de 2,5 % de leur valeur ajoutée pour chacun d'eux. Ces secteurs en bénéficient davantage que l'industrie. Le CICE semble avoir été ciblé pour favoriser davantage l'emploi à court terme dans les secteurs moins exposés que la compétitivité des secteurs les plus exposés à la concurrence internationale et la croissance à moyen terme.

### Les mesures représentent près de 25 % de l'écart du coût salarial unitaire qui s'est créé depuis 2000

Le coût salarial unitaire nominal, calculé comme le coût horaire nominal du travail divisé par la productivité horaire réelle du travail, dans l'ensemble de l'économie française (y compris administration publique) a régulièrement augmenté de début 2000 à fin 2013 (+27,5 % sur la période avant la mise en place du CICE et du Pacte, contre +10,1 % en Allemagne). Les allègements du coût du travail introduits par le CICE et le pacte ont diminué le coût salarial unitaire de 2,4 % dans l'ensemble de l'économie, ce qui a permis de réduire l'écart de coût salarial unitaire accumulé par la France de début 2000 à fin 2013 vis-à-vis de l'Allemagne de près de 3 points (l'écart, de +15,8 % a été ramené à +13,0 %). Compte tenu du dynamisme salarial en Allemagne depuis fin 2013, en prolongeant jusqu'à la mi-2016, l'écart avec l'Allemagne a diminué de 13,0 % à +9,1 %.

Les baisses de charges introduites depuis 2014 ont donc permis de résorber près du quart de l'écart de CSU dans l'ensemble de l'économie accumulé avec l'Allemagne depuis 2000. Ces baisses sont utiles mais

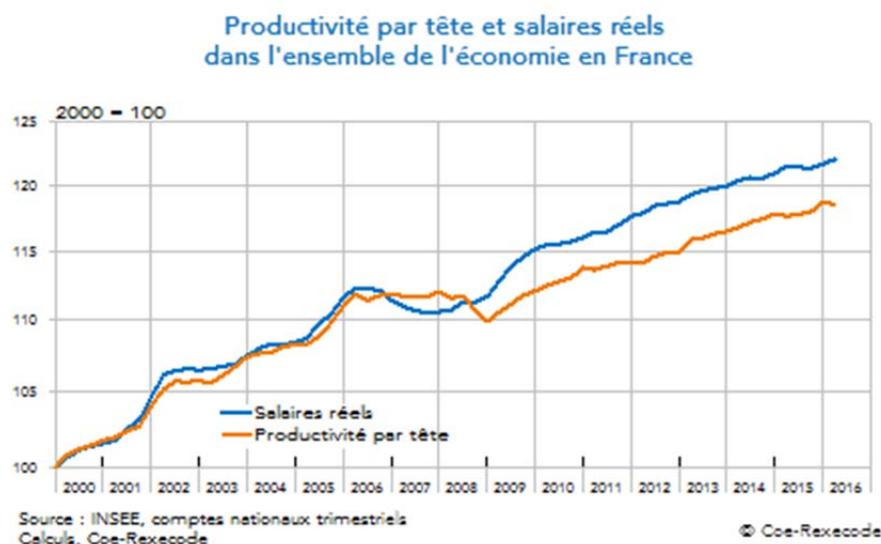
elles ont un coût par ailleurs pour l'économie, surtout si elles sont financées par des hausses de prélèvements obligatoires.

## Une tentative de modification des mécanismes de formation du coût salarial

La deuxième préconisation de Coe-Rexecode était de modifier les modes de formation du coût salarial afin qu'il s'ajuste mieux à la productivité. La loi « travail » est une amorce dans ce sens.

Les mesures d'allègement du coût du travail introduites par le CICE et le pacte de responsabilité n'ont concerné que la part non-salariale du coût du travail. Il est aussi important de créer les conditions d'une moins grande déconnexion des évolutions salariales avec celles de la productivité, en particulier en cas de ralentissement conjoncturel.

La France a connu un dynamisme salarial dans l'ensemble de l'économie depuis le début des années 2000. Ce dynamisme pèse sur les marges des entreprises ou sur les prix, donc sur la croissance à moyen-long terme s'il excède durablement les gains de productivité du travail.



La croissance du salaire horaire réel y a été supérieure de 3,5 points à celle de la productivité horaire entre le début de l'année 2000 et le printemps 2016. Ce dynamisme salarial français peut être rapproché des mécanismes de formation des salaires en France, qui sont marqués par l'obligation de négociation annuelle et l'importance du rôle des branches dans la fixation des évolutions de grilles salariales.

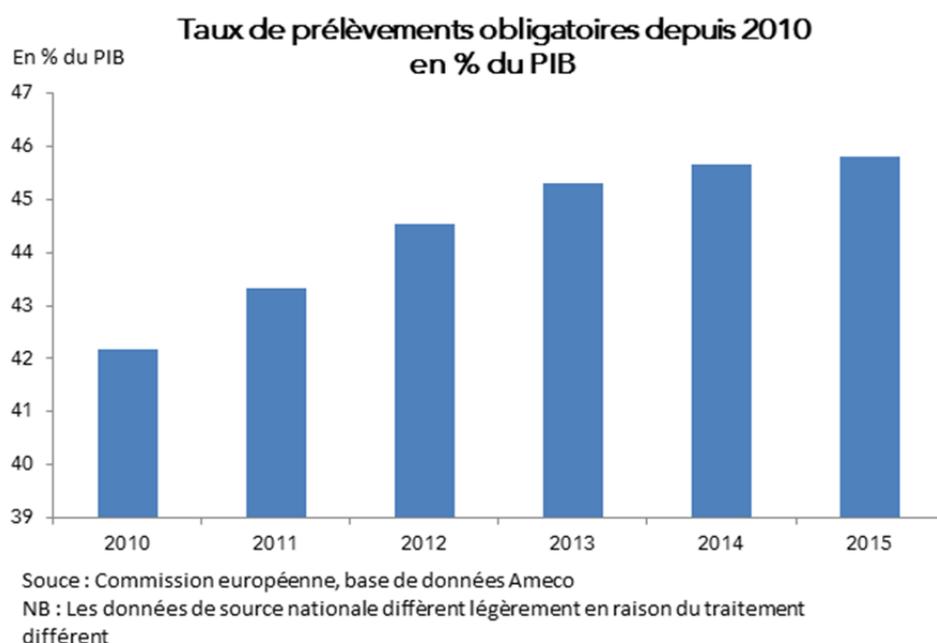
La loi « Travail » a récemment tenté d'introduire davantage de souplesse dans la négociation salariale au niveau de l'entreprise, avec la possibilité d'accords « en vue de préserver ou de développer l'emploi » (ou « accords offensifs »). Ces accords permettent de renégocier

certaines clauses des contrats de travail des salariés comme la durée du travail ou la rémunération. Le refus d'un salarié d'une modification de son contrat consécutif à un tel accord constitue alors un motif « réel et sérieux » de licenciement. Ces accords ne sont toutefois pas susceptibles de favoriser une meilleure adéquation des salaires à la productivité en période de creux conjoncturel, car la loi interdit tout ajustement de la rémunération mensuelle.

## 2.2. Un choc fiscal de grande ampleur peu efficace sur le déficit public

Afin de préciser les termes nous considérons ici que le « choc fiscal » comprend l'ensemble des mesures fiscales, y compris les prélèvements sociaux, en règle générale dans le sens de l'alourdissement et quelquefois de la complexité, prises au cours des années 2011, 2012 et 2013.

Le taux de prélèvements obligatoires a augmenté de 42,2 % en 2010 à 45,8 % en 2015, soit de 3,6 points de PIB. Cette hausse s'est déroulée sur la période 2011-2013 (+3,1 points de PIB), puis le taux de PO s'est quasiment stabilisé à partir de 2014.



Un pointage précis des mesures nouvelles décidées en 2011, 2012 et 2013, présenté au tableau suivant, montre que la hausse cumulée des prélèvements obligatoires a été de 74,4 milliards d'euros entre 2010 et 2013 (mesures de 2011, 2012 et 2013), et que le rythme des hausses est allé croissant (+16,3 milliards d'euros de hausse en 2011, +26,7 en 2012, +31,4 en 2013).

## Incidence des mesures fiscales nouvelles adoptées depuis 2011

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(*)
<b>Mesures nouvelles annuelles</b>	<b>16,3</b>	<b>26,7</b>	<b>31,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>
Total prélèvements sur les entreprises	9,7	8,4	15,8	-11,1	-7,3	-6,4	-1,8
Total prélèvements sur les ménages	6,6	17,7	15,0	7,7	3,7	3,0	-0,7
Lutte contre la fraude	0,0	0,7	0,5	1,9	0,8	-0,2	0,3
<b>Mesures nouvelles cumulées</b>	<b>16,3</b>	<b>43,0</b>	<b>74,4</b>	<b>72,9</b>	<b>70,1</b>	<b>66,5</b>	<b>64,4</b>
Total cumulé sur les entreprises	9,7	18,0	33,9	22,8	15,5	9,1	7,4
Total cumulé sur les ménages	6,6	24,3	39,3	47,0	50,7	53,7	53,0
Lutte contre la fraude	0,0	0,7	1,2	3,1	3,9	3,7	4,0

\*estimation

Source : PLF et Programme de stabilité 2011-2016, calculs Coe-Rexecode

L'année 2014 a marqué une rupture en ralentissant la hausse des prélèvements des impôts relevant des ménages et en amorçant une diminution des impôts des entreprises avec la mise en place du CICE, puis à partir de 2015 du pacte de responsabilité.

Au total, les mesures décidées depuis 2011 ont accru les prélèvements sur les ménages de façon continue au cours de la période 2011-2017 (53,0 milliards d'impôts en cumulant les mesures). Elles les ont augmentés au total de 7,4 milliards d'euros pour les entreprises en raison des baisses intervenues depuis 2014. La distinction entre prélèvements sur les entreprises et prélèvements sur les ménages est cependant peu pertinente pour apprécier l'impact économique des mesures. Lorsqu'on examine plus précisément la composition des hausses de prélèvements attribués aux ménages, les mesures nouvelles adoptées depuis 2011 ont accru l'imposition liée au capital des ménages de 14,2 milliards d'euros sur la période 2011-2013, soit une hausse de plus de 15 % par rapport à 2010. Ce surcroît augmente à un rythme moindre ensuite pour atteindre 15,9 milliards d'euros en 2017. Or, la hausse de la fiscalité du capital est préjudiciable à la croissance et à l'investissement. Inversement, la baisse des prélèvements considérés comme des prélèvements sur les entreprises s'est concentrée en fait depuis 2014 sur le travail (cotisations employeurs et CICE), avec une baisse cumulée de 17,7 milliards d'euros sur la période 2011-2017, concentrée sur les salaires bas et moyens, alors que les impôts liés au capital sur les entreprises (production et impôts sur les sociétés), déterminants pour l'investissement et la montée en gamme de l'économie, ont augmenté de respectivement 1,1 (impôts sur la production) et 14,2 milliards d'euros (impôt sur les sociétés).

**Présentation économique des mesures fiscales nouvelles  
de 2011 à 2017**

<b>Mesures nouvelles annuelles</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017(*)</b>
Impôts sur la consommation (**)	4,2	5,5	2,9	7,8	5,0	3,0	1,8
Impôt sur le travail	4,2	8,2	12,6	-7,3	-12,7	-3,0	-3,7
<i>Revenu</i>	0,7	4,5	4,0	0,6	-2,2	0,7	-2,3
<i>Cotisations salariales</i>	0,3	1,3	3,6	2,5	1,3	0,9	0,3
<i>Cotisations employeurs</i>	3,2	2,4	5,0	-10,4	-11,8	-4,5	-1,7
Impôt sur le capital	7,6	12,8	15,6	-3,4	2,7	-3,3	-0,7
<i>Impôt sur la production</i>	0,6	1,5	1,2	-0,6	-1,0	-0,8	0,3
<i>IS</i>	4,8	3,9	9,9	-2,8	2,1	-2,5	-1,2
<i>Fiscalité sur le capital des ménages</i>	2,2	7,5	4,6	0,0	1,6	-0,1	0,2
Autres	0,4	0,3	0,3	1,4	2,3	-0,4	0,5
<b>Total</b>	<b>16,3</b>	<b>26,7</b>	<b>31,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>
<b>Mesures nouvelles cumulées</b>							
Impôts sur la consommation (**)	4,2	9,7	12,6	20,4	25,4	28,4	30,2
Impôt sur le travail	4,2	12,4	25,0	17,7	5,0	2,1	-1,6
<i>Revenu</i>	0,7	5,2	9,2	9,8	7,6	8,2	5,9
<i>Cotisations salariales</i>	0,3	1,6	5,2	7,7	9,0	9,9	10,2
<i>Cotisations employeurs</i>	3,2	5,6	10,7	0,3	-11,5	-16,0	-17,7
Impôt sur le capital	7,6	20,3	35,9	32,5	35,2	31,9	31,2
<i>Impôt sur la production</i>	0,6	2,0	3,2	2,6	1,5	0,8	1,1
<i>IS</i>	4,8	8,7	18,6	15,8	17,9	15,4	14,2
<i>Fiscalité sur le capital des ménages</i>	2,2	9,7	14,2	14,2	15,8	15,7	15,9
Autres	0,4	0,6	0,9	2,3	4,6	4,2	4,7
<b>Total</b>	<b>16,3</b>	<b>43,0</b>	<b>74,4</b>	<b>72,9</b>	<b>70,1</b>	<b>66,5</b>	<b>64,4</b>

\*estimation

\*\* consommation des ménages et consommations intermédiaires des entreprises

Source : PLF et Programme de stabilité 2011-2016, calculs Coe-Rexecode

L'impact du choc fiscal sur le déficit public s'est en définitive avéré décevant. Les effets négatifs des mesures fiscales sur l'activité économique en raison des effets keynésiens, et probablement les comportements des acteurs privés en réaction aux mesures d'alourdissement, ont conduit à une réduction du déficit sensiblement inférieure aux attentes.

## Le choix d'un choc fiscal de grande ampleur, peu efficace sur le déficit

---

### Sur les trois années 2011, 2012, 2013

- Mesures d'alourdissement fiscal (*ex ante*) 74 mds €
- Accroissement des dépenses publiques 77 mds €
- Réduction du déficit 50 mds €
- Augmentation de la dette publique 322 mds €

### Pour mémoire

- Augmentation du PIB en valeur 117 mds €
- ⇒ Les mesures fiscales ont absorbé les trois quarts de l'augmentation du PIB
- ⇒ La dette a augmenté de près de trois fois l'augmentation du PIB

### 2.3. Un quinquennat marqué par l'obsession fiscale

Au-delà des effets keynésiens de court terme sur l'activité économique une explication plus structurelle de la mauvaise performance française, à laquelle les macro-économistes prêtent beaucoup moins attention, est à rechercher dans les modalités des prélèvements.

Les incitations ou inhibitions qui résultent du système des prélèvements obligatoires et de son évolution sont tout aussi importantes que les effets du taux global des prélèvements obligatoires, et elles sont plus durables que l'impact des variations globales. Les anomalies de notre système fiscal ne sont certes pas récentes, mais elles se sont encore nettement accentuées au cours des dernières années de façon très désordonnée, et anticipent même déjà sur les prochaines années (prélèvement à la source, impôt sur les sociétés).

Pour ne citer que quelques exemples, on peut mentionner la défiscalisation puis la refiscalisation des heures supplémentaires, l'allègement puis l'aggravation de l'impôt sur le patrimoine et sur les droits de transmission, la création, les modifications, la suppression puis le rétablissement des plafonnements de l'impôt sur le patrimoine, l'instauration de la « TVA sociale », annulée puis remplacée par une autre forme d'allègements de charges, l'augmentation massive de l'imposition des plus-values sur valeurs mobilières bouleversée trois mois après le vote du Parlement, sans compter de multiples autres changements et les centaines de pages d'instructions fiscales qui les accompagnent. Ces changements incessants perturbent les comportements, incitent à la prudence et brident l'investissement et la croissance. Dans une économie ouverte, il faut aussi avoir à l'esprit les

arbitrages possibles de tous les acteurs entre le territoire national et l'ensemble des autres territoires.

La comparaison des niveaux des différents impôts entre la France et les pays de la zone euro montre que les deux anomalies principales de la France sont le poids particulièrement élevé des impôts qui pèsent sur le compte d'exploitation des entreprises et le poids de la fiscalité du capital, et, au-delà du poids, les différences de modalités d'imposition (voir à ce sujet l'ouvrage *Réforme fiscale et retour de la croissance*, Economica, Paris, 2014). Ce sont précisément les deux catégories d'impôts les plus nocives pour la croissance.

Les études sur le financement de l'économie française soulignent en général que l'épargne est trop orientée vers l'épargne liquide et insuffisamment orientée vers l'investissement productif.

Une des caractéristiques de la fiscalité du capital française est la situation à laquelle conduit la conjonction d'une part de l'empilement d'impôts assis sur le revenu du capital et aussi sur le stock de capital. L'anomalie de la situation actuelle s'illustre aisément en prenant l'exemple de l'effet fiscal d'un effort d'épargne de 10 000 euros placés en emprunts de l'Etat français à dix ans. Dans le cas d'un contribuable dans les tranches moyennes de l'impôt sur le revenu (soit 30 %) et de la tranche moyenne de l'impôt sur la fortune (0,7 %), le revenu supplémentaire et la charge fiscale supplémentaire générés par l'effort d'épargne dépendent du rendement du capital. En 2015, le rendement des emprunts d'Etat français à 10 ans a été en moyenne de 0,85 %. Le revenu d'une épargne de 10 000 euros constituée en 2015 a donc été de 85 euros pour les dix années suivantes. La charge fiscale est quant à elle est de 25,5 euros au titre de l'impôt sur le revenu, auxquels s'ajoutent 13,20 euros de prélèvements sociaux, et encore 70 euros d'impôt sur la fortune (0,7 % du capital supplémentaire). Au total l'impôt généré est de 128 % du revenu résultant de l'effort d'épargne.

Depuis 2015, le rendement des emprunts d'Etat a encore baissé. Il s'établit actuellement à moins de 0,30 %. Les mêmes calculs sur cette base donnent un revenu de 30 euros et une charge fiscale de 93,6 euros, soit un taux marginal de prélèvement rapporté au revenu de plus de 300 % ! Les taux de prélèvement marginaux sont encore bien plus élevés pour les tranches supérieures d'imposition. Cette situation invraisemblable s'explique principalement par le fait que le barème de l'impôt sur la fortune est fixe et ne tient pas compte du contexte économique. On aboutit donc à un poids de la fiscalité qui dépend de la situation économique et financière du moment. Le poids réel de l'impôt fluctue dans le temps, non seulement en fonction des bases et des taux fixés par la loi, comme il est normal, mais aussi en fonction du contexte économique, et cela dans de très fortes proportions. A titre de comparaison, notons que les taux de prélèvements marginaux analogues aux 300 % ou plus de la France sont de 26 % du revenu en Allemagne et de 25 à 30 % dans l'ensemble des pays de la zone euro.

Le caractère excessif des taux marginaux d'imposition, a conduit en outre à multiplier les dérogations. Un biais de la fiscalité du capital

française est ainsi la multiplication des dérogations à la règle générale, souvent désignées par le terme « niches fiscales ». Un document annexé chaque année au fascicule « Voies et Moyens » du projet de loi de finances présente un relevé et une évaluation des différentes dépenses fiscales. Ce document dénombre 154 niches fiscales concernant la fiscalité du capital. Prise isolément dans le contexte fiscal excessif actuel, chacune des dépenses fiscales peut trouver des justifications. Elles introduisent cependant une grande complexité dans notre système fiscal, génèrent des coûts d'administration et sont loin de réduire certaines anomalies contraires à l'équité.

Notre fiscalité du capital comporte aussi de nombreux effets pervers générateurs de distorsions économiques analysés dans l'ouvrage de Coe-Rexecode *L'impôt sur le capital au XXI siècle Une coûteuse singularité française*, Economica, Paris 2016. Certains changements de fiscalité conduisent à des sauts brutaux de l'impôt et sont particulièrement perturbateurs pour les décisions économiques. Les rigidités liées aux obligations de durée de détention entraînent aussi des distorsions économiques. Ces conditions amènent souvent les entreprises à s'installer dans un statu quo et à bloquer par exemple des opportunités de changement et de développement.

Enfin, cette situation entraîne une instabilité chronique de la fiscalité particulièrement perturbatrice pour les comportements des acteurs économiques et les choix d'investissement. Cette instabilité peut être par exemple illustrée par le régime de taxation des dividendes. Alors que ce régime était resté à peu près stable de 1966 à 2004, trois régimes différents se sont succédé depuis. Pour ce qui concerne l'imposition des plus-values de cessions de valeurs mobilières, le régime a varié onze fois entre 1989 et 2011 avant d'être bouleversé en 2012-2013. Les seuils des cessions n'ont cessé d'être modifiés avec au moins six régimes distincts, avant de disparaître totalement en 2011, ce qui peut sembler particulièrement inapproprié pour des investissements de long terme. Les études sur le financement de l'économie française montrent dans l'ensemble que l'épargne est trop orientée vers les placements liquides et insuffisamment vers l'investissement productif.

Alors que les décisions d'épargne et d'investissement sont des décisions qui engagent le long terme, l'environnement fiscal qui les concerne directement change sans cesse. L'instabilité chronique crée une situation d'insécurité fiscale qui s'est encore accentuée au cours des années récentes. Elle a des causes profondes. Elle tient d'abord à la hausse des taux d'imposition qui place certains acteurs dans des situations extrêmes et nécessite sans cesse des ajustements. Elle tient aussi à l'absence de « fil conducteur » et de fondement économique des mesures, à l'absence ou l'insuffisance d'évaluation de l'impact de la fiscalité, à l'indigence des statistiques fiscales publiques qui interdit les évaluations indépendantes, à la complexité croissante de la fiscalité du capital qui nécessite des ajustements perpétuels. Elle est structurelle car elle résulte des vices de construction de notre fiscalité du capital. La stabilisation de la fiscalité du capital ne pourra être trouvée que dans le cadre d'un droit commun fiscal simple et d'application générale.

L'instabilité de la fiscalité du capital est la conséquence logique des taux excessifs qui impliquent une multiplication des dérogations et une pression permanente pour de nouveaux ajustements. Le cercle vicieux « taux élevés, multiplication des niches, instabilité » est une caractéristique du mauvais logiciel de la fiscalité du capital française.

La stabilisation de la fiscalité du capital ne pourra être trouvée que dans le cadre d'un droit commun fiscal simple et d'application générale qui soit en cohérence avec l'environnement fiscal dans les autres pays de la zone euro.

# Coe-Rexecode, l'analyse économique au service des entreprises

1

## Un service d'études économiques dédié à l'entreprise

Coe-Rexecode offre à ses adhérents  
en exclusivité :

- un **diagnostic** de la conjoncture mondiale
- des **prévisions** argumentées
- un **réseau** d'échanges avec les entreprises adhérentes et les économistes
- une **équipe** disponible (documentalistes, statisticiens, économistes)
- les **outils** de l'analyse économique (tableaux de bord, diapotheques, radars, etc.)

2

## Un acteur du débat de politique économique

Coe-Rexecode met à la disposition du public :

- des **documents de travail, notes d'actualité, tableaux de bord, cahiers de graphiques** sur les enjeux majeurs de la politique économique : croissance, compétitivité, emploi, économie numérique, développement durable, finances publiques
- des **enquêtes originales** (trésorerie des entreprises françaises, compétitivité qualité et prix des produits des grands exportateurs mondiaux)

Pour en savoir plus sur le forfait  
adhérent ou les études publiques,  
contactez-nous :  
[contact@coe-rexecode.fr](mailto:contact@coe-rexecode.fr)



Coe-Rexecode

29 avenue Hoche 75008 PARIS  
Tél. (33) 01 53 89 20 89

[www.coe-rexecode.fr](http://www.coe-rexecode.fr)

[twitter @CoeRexecode](https://twitter.com/CoeRexecode)