

Élection présidentielle française

Économie française : un état des lieux

Achévé de rédiger le 9 mars 2017

France 2017

#2



Tristan PERRIER

*Stratégie et Recherche
Économique*

Cette note est la deuxième d'une série qui vous accompagnera jusqu'aux résultats des élections présidentielles et législatives (et sans doute un peu plus loin). Elle présente un état des lieux de l'économie française. Les prochaines éditions que préparent nos économistes et stratégestes porteront sur :

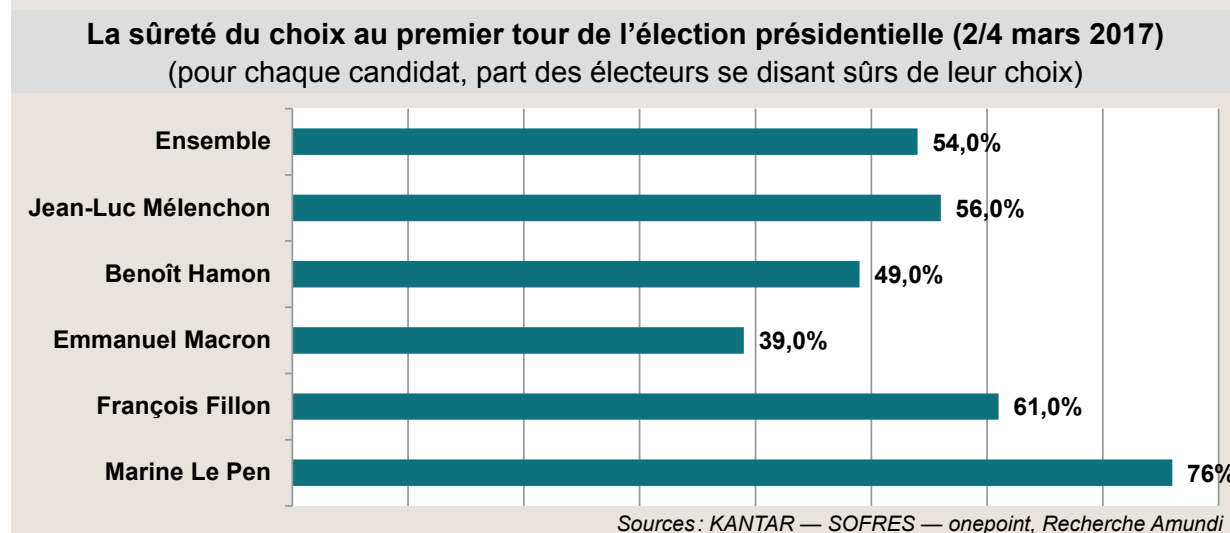
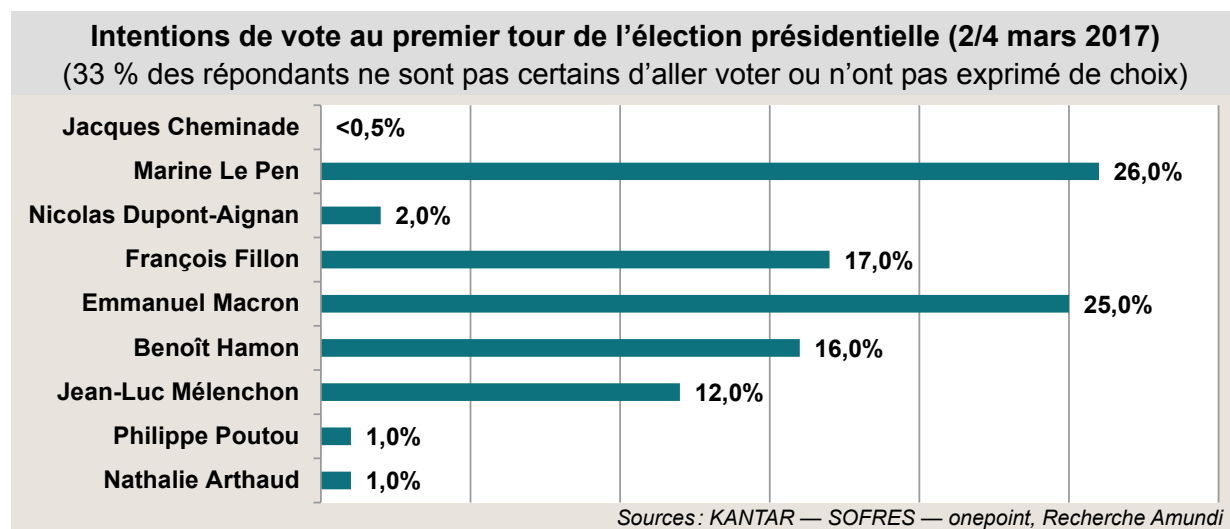
- Une analyse des blocages de l'économie française et des réformes, vus par les candidats et par les organisations internationales ;
- Les candidats à la présidentielle et leur position sur l'Europe ;
- La dette française : état des lieux et points d'attention ;
- L'évolution des taux de marge des entreprises françaises ;
- Les candidats à l'élection présidentielle et la politique budgétaire et fiscale ;
- Taux longs français et *spread* OAT/Bund : le poids de la BCE et les perspectives liées aux élections.

Bonne lecture à tous.

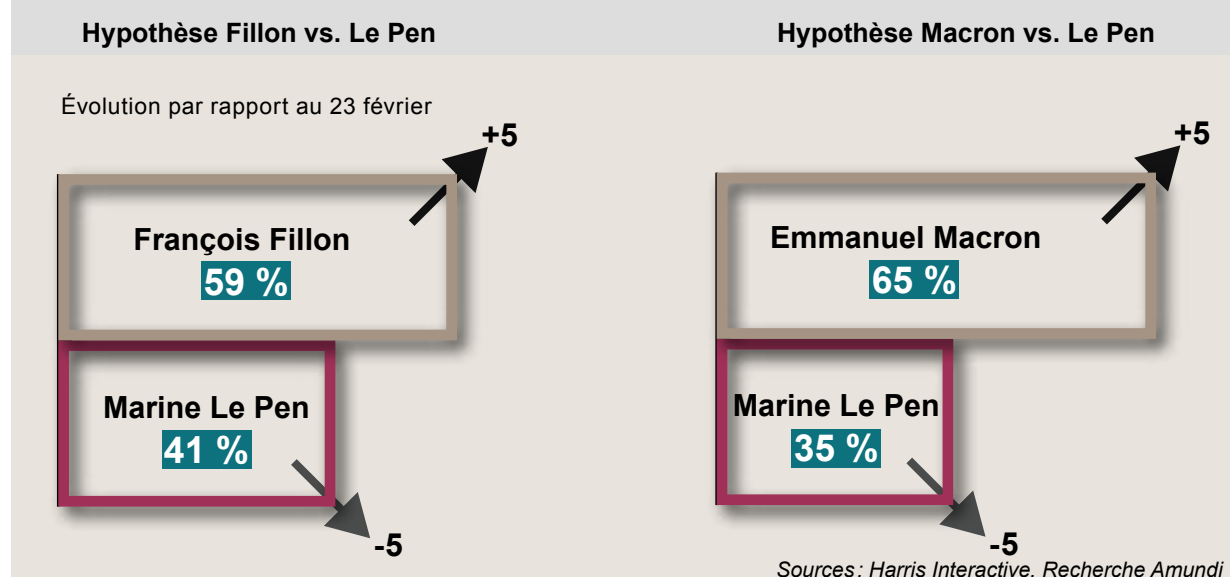
Philippe ITHURBIDE

Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

Sondages : où en sommes-nous ?



Intentions de vote lors du 2nd tour de l'élection présidentielle en 2017 (9 mars 2017)



Points clés

- **Une économie robuste dans la crise mais lente dans la reprise.** Après avoir bien résisté à la récession en « double dip » de 2008-2013, l'économie française s'est stabilisée, depuis 4 ans, sur un rythme de croissance positif mais faible, qui ne permet qu'une baisse du chômage très graduelle. La sous-performance par rapport à l'Allemagne est récurrente. De récents signes d'amélioration sont tout de même observés concernant les marges des entreprises, l'investissement et l'emploi.
- **La France fait exception en zone euro en présentant des *twin deficits*², mais leur ampleur est modérée.** L'endettement public et privé est soutenable dans les conditions actuelles mais constituerait un important facteur de vulnérabilité en cas de forte hausse des taux d'intérêt et/ou de nouvelle récession.
- **Les grandes lignes de la politique économique menée au cours des dernières années ont été :** 1/**une approche budgétaire visant à réduire graduellement le déficit public** d'abord par des hausses d'impôts (importantes et durables sur les ménages, plus que sur les entreprises pour lesquelles elles ont ensuite été plus que compensées par des baisses de charges sociales) puis par des économies de dépenses publiques. 2/**des réformes structurelles modérées dans plusieurs directions**, dont une approche « flexi-sécurité » sur le marché du travail.
- **La reprise est à présent bien engagée. Les risques résident davantage dans les aléas politiques et/ou externes que dans la dynamique économique interne.**

Relativement épargnée par les soubresauts économiques et financiers des dernières années, mais connaissant depuis une reprise économique sans éclat, l'économie française a réalisé, au cours des dernières années, un parcours très moyen durant lequel elle n'a été ni la locomotive ni « homme malade » de la zone euro. Un constat mitigé peut également être établi au sujet des grands déséquilibres macroéconomiques français, bien réels, mais encore soutenables à l'heure actuelle. La politique économique menée depuis 2012 a été caractérisée par une approche graduelle de réduction du déficit public et le lancement de plusieurs chantiers de réformes, dont les résultats n'apparaissent que très progressivement.

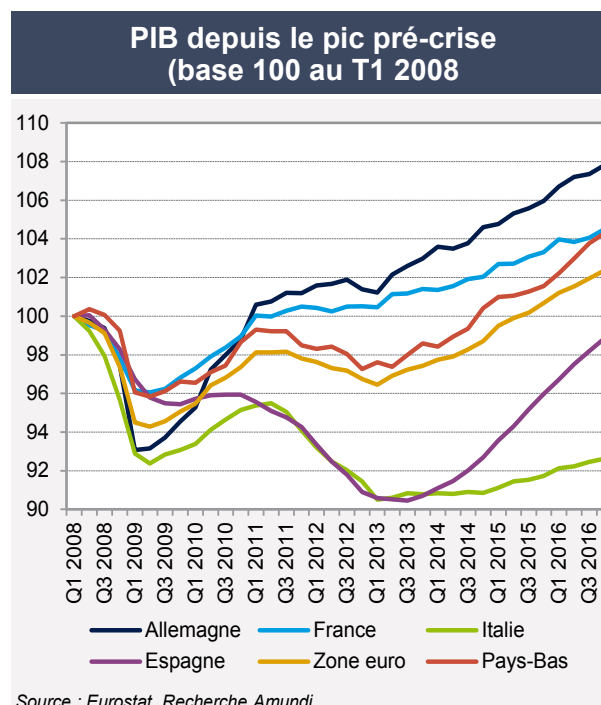
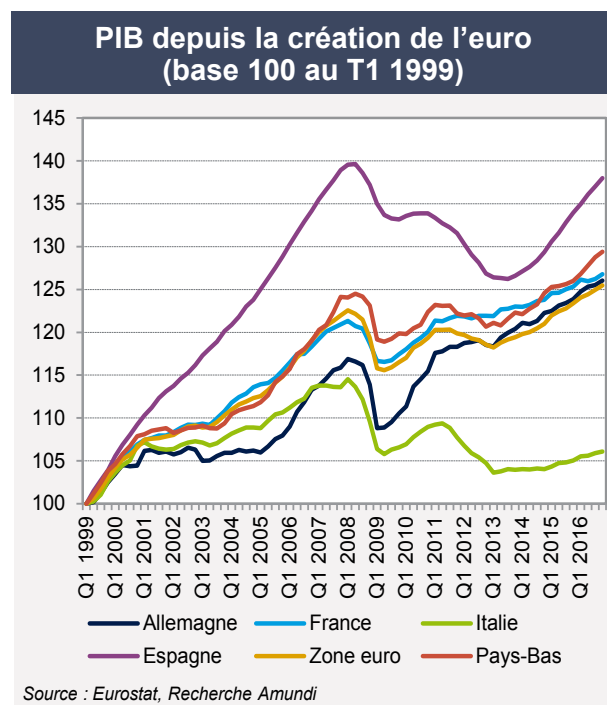
I- Des performances économiques moyennes, inférieures de façon récurrente à celles de l'Allemagne

La France représente environ 2,3 % du PIB mondial¹ (pour un peu moins de 1 % de la population) et 21 % du PIB de la zone euro. Beaucoup de ses indicateurs de performance économique de long terme et de compétitivité la rangent dans la moyenne des pays développés. Le pays souffre, de façon récurrente, d'une **comparaison défavorable avec son principal partenaire, l'Allemagne**, dans de nombreux domaines : chômage, poids de l'industrie dans l'économie, équilibres budgétaires et commerce extérieur. La comparaison en termes de croissance du PIB est, pour sa part, plus mitigée suivant la période considérée (cf. *tableau et graphique en page suivante*).

¹ En parité de pouvoir d'achat, d'après la méthodologie de calcul du FMI.

	France	Allemagne	Zone euro
Déficit public, % du PIB, est. 2016	-3,3	0,6	-1,7
Dette publique, % du PIB, est. 2016	96,4	68,2	92,3
Compte courant, % du PIB, 2015	-0,2	8,5	3,2
Taux de chômage %, janv. 2017	10	3,8	9,6
Croissance du PIB en moyenne, %, 2014-2016	1	1,6	1,8
Industrie en % de la valeur ajoutée, 2015	14,1	25,9	20,1

La trajectoire décevante de l'économie française au cours des dernières années a eu tendance à creuser encore cet écart franco-allemand.



II- Une économie robuste dans la crise, mais lente dans la reprise

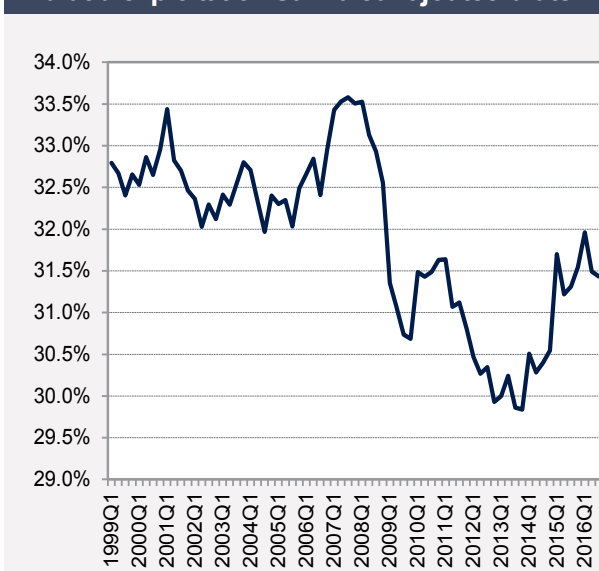
L'économie française a, certes, offert une bonne résistance à la crise de 2007-2008, protégée par ses amortisseurs traditionnels (consommation des ménages et dépense publique), par la solidité de son système bancaire, et par une exposition au commerce international moindre que celle de l'Allemagne. Elle a ensuite connu une seconde récession lors de l'épisode de la crise des dettes souveraines de 2011-2013, mais sans effondrement comparable à ceux observés en Italie et en Espagne, et sans que sa dette publique suscite la méfiance des investisseurs.

Depuis 2013, toutefois, la croissance du PIB, redevenue positive, reste bloquée à un rythme à peine supérieur à 1 % par an, inférieur à celui de la moyenne de la zone euro. Une reprise plus faible que celle de l'Espagne ou des Pays-Bas peut s'expliquer par l'absence d'effet de rattrapage en raison d'un moindre recul antérieur. Mais l'écart avec l'Allemagne sur la même période (au cours de laquelle le PIB allemand a progressé de +1,6 % par an, en moyenne) ne peut être attribué à de tels facteurs cycliques.

À défaut d'accélération du PIB, de notables améliorations sont tout de même visibles depuis quelques trimestres :

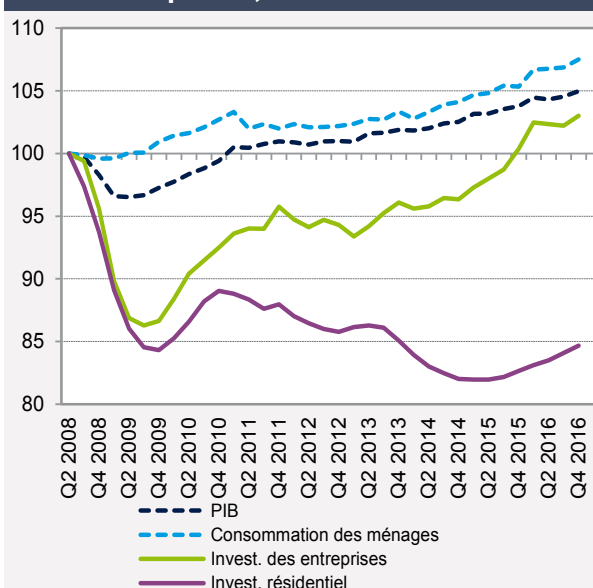
- **Un net rebond des marges des entreprises**, à partir de niveaux plus faibles que dans les autres grands pays de la zone euro, et qui avaient atteint un point bas fin 2013.
- **Une hausse de l'investissement**, jusqu'à présent parent pauvre de la reprise. L'amélioration concerne à la fois l'investissement des entreprises (aidé par l'amélioration des marges) et la construction résidentielle (revenue en 2016 en territoire positif).
- **Une décrue du taux de chômage**, à 10 % en janvier alors qu'il avait touché un point haut à 10,6 % en août 2015 et une dynamique positive de l'emploi (+1,2 % entre le T4 2015 et le T4 2016, contre +0,7 % un an plus tôt).

Taux de marge des sociétés non fin. (Excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée brute)



Source: Insee, Recherche Amundi

France : composantes de la demande interne privée, base 100 au T1 2008

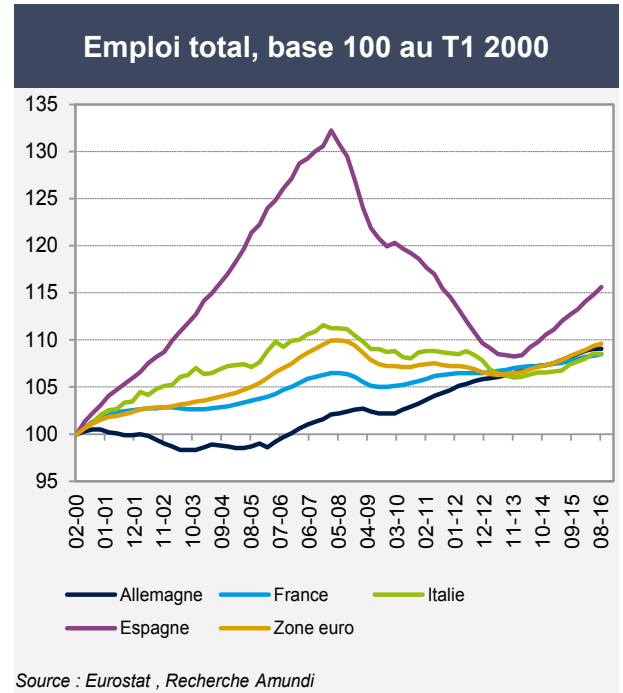
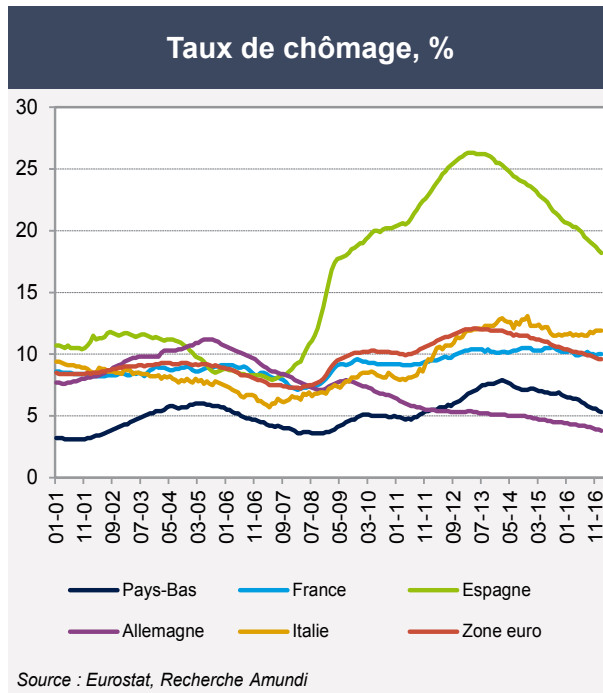


Source: Insee, Recherche Amundi

En ce qui concerne les chiffres les plus récents, notons qu'après un T4 2016 relativement solide (PIB en hausse de +0,4 % par rapport au T3), les premiers indicateurs du climat des affaires portant sur 2017 envoient un message très optimiste. C'est le cas, notamment, des enquêtes PMI, des indicateurs de confiance de l'Insee ou encore des indicateurs avancés de l'OCDE, ces derniers atteignant même, en janvier 2017, un niveau plus élevé que celui des autres grands pays développés.

Il ne faudrait pas, toutefois, exagérer la portée de ces signaux de court terme, et ce d'autant plus que plusieurs mesures de politique économique (baisses de charges, soutien à la construction, baisses d'impôts pour certains ménages) ont été calibrées pour atteindre en 2016-2017 leur plein effet, qu'il sera difficile de répéter ensuite avec la même intensité.

Or c'est bien d'une amélioration durable de la croissance qu'a besoin l'économie française, tant pour amorcer un véritable rattrapage vis-à-vis de l'Allemagne que pour remédier de façon décisive à ses principaux déséquilibres.



III- Déficit et dettes : modérés et soutenables... pour le moment

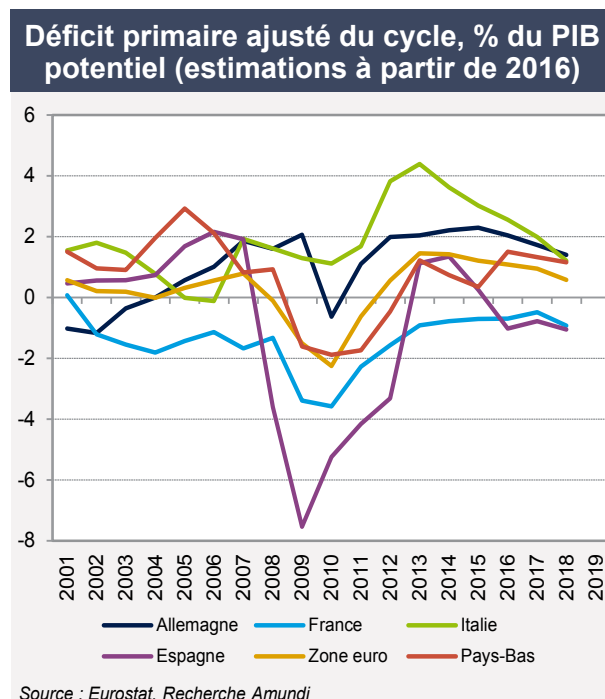
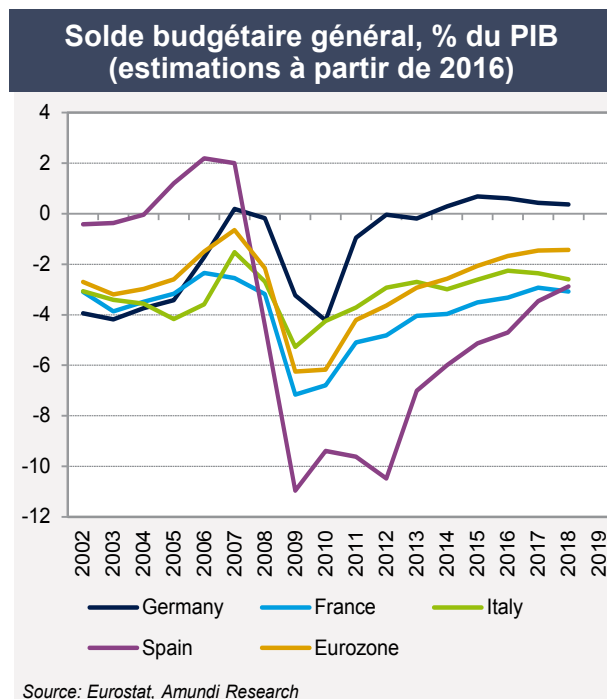
La France présente un déficit public encore légèrement supérieur au seuil européen des 3 % du PIB (probablement 3,3 % en 2016). Elle l'a néanmoins régulièrement réduit au cours des dernières années (à partir d'un niveau record de -7,2 % du PIB en 2009), sachant que la mansuétude des marchés lui a permis d'opter pour une approche beaucoup plus graduelle que l'austérité drastique imposée à ses voisins du Sud. Une partie de cette amélioration s'explique par la conjoncture et la chute des taux d'intérêt. Cependant le déficit primaire ajusté du cycle, reflétant l'ajustement structurel, s'est tout de même réduit de 3,4 % à 0,9 % du PIB depuis 2009. Le niveau de la dette publique, proche de 100 % du PIB (contre 64 % en 2007), est légèrement supérieur à celui de la zone euro et bien au-dessus de celui de l'Allemagne. Sa progression a cependant nettement décéléré au cours des dernières années.

La France présente également, de façon récurrente, un déficit du compte courant, d'environ 1 % du PIB en 2014, cependant il a été réduit fortement en deçà de ce niveau en 2015 et 2016 en raison de la moindre facture pétrolière. L'essentiel de ce déficit s'explique par le déficit de la balance des biens qui reflète l'insuffisance de la compétitivité externe. Alors que tous les autres grands pays de la zone euro ont un compte courant positif, la France fait donc exception en étant le seul à présenter des *twin deficits*².

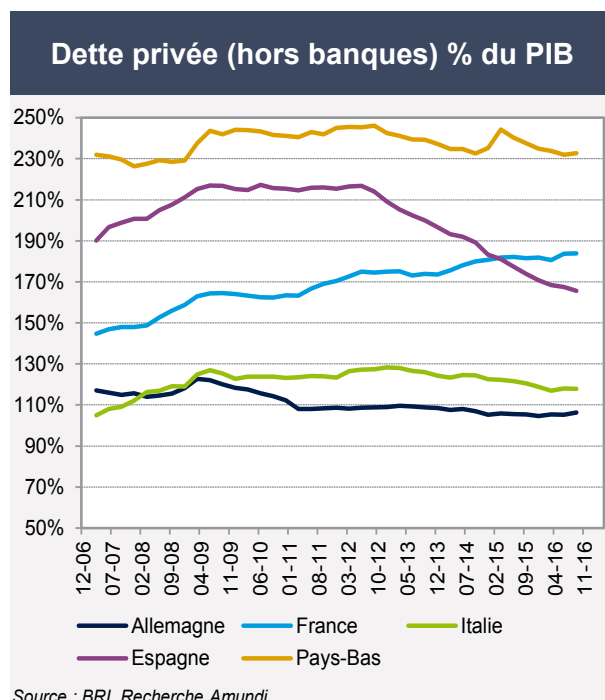
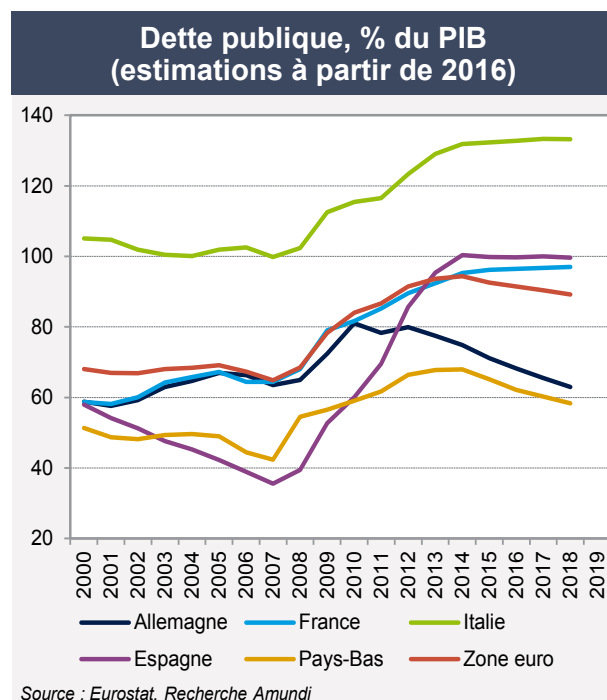
L'endettement privé n'est pas excessif, mais il progresse. mais a continué de progresser au cours des dernières années, contrairement à ce qui s'est produit en Italie et, surtout, en Espagne. L'endettement des entreprises, dont la croissance s'explique davantage par la faiblesse des marges que par l'investissement, est désormais assez élevé si on le compare à celui des grands pays voisins (environ 130 % du PIB). Il ne pose pas toutefois de problème majeur à ce stade.

² *Twin deficits*: déficits jumeaux. Se dit d'un pays qui cumule un déficit public (ses administrations publiques dépensent davantage que ce qu'elles collectent en impôts et autres revenus) et un déficit de ses échanges avec le reste du monde. La théorie économique montre qu'il existe un lien entre ces deux déficits.

L'endettement des ménages (57 % du PIB) se trouve également sur une trajectoire haussière, mais à un niveau toujours bien plus faible que celui observé à la fin de la dernière décennie dans les pays ensuite sujets à de violentes crises de la dette immobilière.



Pour l'heure, déficits et dettes restent soutenables, même dans un contexte de croissance lente. Ils constitueraient, en revanche (tant l'endettement public que privé) d'importants facteurs de vulnérabilité en cas de nouvelle récession ou de forte hausse des taux d'intérêt non accompagnée d'une accélération de la croissance.



IV- Choix économiques des dernières années : consolidation budgétaire graduelle, réformes structurelles modérées

Confrontée à un déficit public encore très élevé et à un taux de chômage en progression après la violente crise de la fin de la décennie précédente, l'équipe gouvernementale arrivée aux affaires en 2012 a mené une politique dont les grands axes ont été les suivants :

- **Forte hausse de la fiscalité en début de mandat**, à la fois sur les ménages (TVA et impôt sur le revenu), les entreprises et le capital (impôt sur les résultats et les plus-values), y compris pour faire face à de nouvelles dépenses correspondant au programme de campagne (très marqué à gauche).
- **Baisse de la fiscalité des entreprises à partir de 2014** : plan de 40 Mds € sur 3 ans, surtout crédit d'impôts et baisses de charges sociales. La fiscalité sur les ménages a été pratiquement stabilisée (avec même quelques baisses) à partir de 2015.
- **Économies de dépenses publiques à partir de 2015** : plan de 50 Mds € sur 3 ans concernant l'administration centrale, l'administration locale et les régimes sociaux (dont environ 40 Mds € probablement effectivement réalisés d'ici fin 2017).

Nouvelles mesures de prélèvements obligatoires, 2012-2017 (dont mesures décidées par le gouvernement précédent), Mds €	
Entreprises	-18,5
Ménages	47,3
Entreprises et ménages	11,1
Lutte contre la fraude	2,8
Total	42,6

Source : OFCE

-Réformes structurelles dans plusieurs directions, dont :

- **Le marché du travail** : plusieurs réformes entre 2013 et 2016, guidées par une approche « flexi-sécurité » visant à faciliter les licenciements et à simplifier et décentraliser le dialogue social (au niveau de la branche ou de l'entreprise plutôt qu'au niveau national). Des mesures ont également été prises pour faire des économies sur les régimes de retraite.
- **Le marché des produits et services** : mesures de simplification des normes, d'ouverture à la concurrence et de rationalisation des dépenses de santé.
- **L'administration, notamment territoriale** : fusion des régions, développement du statut des métropoles et incitations à la mutualisation des compétences des communes.

Ces réformes (portées en partie par le candidat actuel E. Macron, alors conseiller du Président, puis Ministre de l'Économie) ont toutefois rencontré d'importantes résistances, conduisant à plusieurs reprises le gouvernement à revoir ses ambitions à la baisse (notamment s'agissant de la facilitation des licenciements, de l'ouverture de certaines professions à la concurrence et de la réduction des prérogatives municipales).

L'impopularité de certaines réformes (en plus des hausses d'impôts), leur orientation contraire aux promesses de campagne, et le fait que ce type de réformes met en général du temps à donner des résultats expliquent la très faible popularité du Président F. Hollande, qui l'a conduit à renoncer à briguer un second mandat.

Conclusion

En ce début d'année 2017, la France aborde donc un épisode de forte incertitude politique dans une situation économique qui, si elle reste décevante, s'est tout de même améliorée au cours des derniers trimestres et devrait continuer à le faire au cours des prochains mois. Il est vrai que l'effet de certaines mesures récentes pourrait s'effriter en 2018, et que les décisions (notamment en matière budgétaire) du futur gouvernement ne seront pas neutres sur les perspectives de croissance des prochaines années. Cependant, la reprise est également soutenue par d'importants facteurs cycliques (emploi et investissement) qui ont encore un potentiel d'amélioration, tandis qu'une partie des effets positifs des réformes entreprises au cours des dernières années reste à venir. Les principaux risques pour la poursuite de cette reprise ne résident donc pas tant dans les facteurs économiques domestiques que dans d'éventuels chocs politiques, français ou européens, qui pourraient venir remettre en cause les institutions de l'UE, sans parler de possibles événements extérieurs de nature à interrompre le cycle actuel d'expansion de l'économie mondiale.

France — Marchés financiers : quelques repères

	09/03/2017	Variation sur la semaine	Depuis le début de l'année
Taux 2 ans			
États-Unis	1,28	9,99	9,41
Allemagne	-0,84	2,50	-7,10
France	-0,49	-2,00	16,90
Taux 10 ans			
États-Unis	2,45	8,25	1,02
Allemagne	0,29	2,50	7,70
France	0,92	-2,00	23,20
Écart de taux 2 ans			
France	35	-5	24
Italie	82	-10	23
Espagne	70	7	21
10y. bond yield spread			
France	63	-12	16
Italie	185	-14	25
Espagne	141	-4	24
Prime de CDS 5 ans			
France	57	-11	19
Italie	184	0	26
Espagne	75	-4	-1
Marchés actions			
EurostoXX 50	3381,3	1,42	2,76
DAX 30	12052,9	0,88	4,98
CAC 40	4959,8	1,40	2,01
MIB 30	19352,9	2,83	0,62
IBEX 35	9729,8	2,49	4,04
Marchés du crédit			
ItraXX main	71	-3	-1
ItraXX XO	281	-13	-8
ItraXX Financials sen.	88	-6	-5
ItraXX Financials sub.	202	-17	-20
Taux de change			
EUR/USD	1,05	-0,50	0,11
EUR/GBP	0,86	1,89	0,61
EUR/CHF	1,06	-0,08	-0,74
Volatilité implicite 1 mois			
VIX	12,5	0,8	-1,5
VDAX	14,7	0,5	-3,2
EURUSD	7,9	-0,9	-2,4

En savoir



- Élection présidentielle française : état des lieux et décryptage (déjà paru) ;
- Les atouts de l'économie française : un état des lieux ;
- Une analyse des blocages de l'économie et des réformes, vus par les candidats et par les organisations internationales (à paraître) ;
- Les candidats à la présidentielle et leur position sur l'Europe (à paraître) ;
- La dette française : état des lieux et points d'attention (à paraître) ;
- L'évolution des taux de marge des entreprises françaises (à paraître) ;
- Les candidats à l'élection présidentielle et la politique budgétaire et fiscale (à paraître) ;
- Taux longs français et spread OAT/Bund : le poids de la BCE et les perspectives liées aux élections (à paraître)

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce et dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes au 26 août 2015 elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com. Crédit photo : Alexandre Guirkingier.
