

## THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,  
Global Views

Entre 2014 et 2019, la France a fait la course en tête en termes de réformes « pro-offre »

## Mandat d'E. Macron (2012-17) : une énergique politique de l'offre, avant que le Covid ne donne la priorité à la dépense publique

La première moitié du mandat d'E. Macron (du S2 2017 au début de la crise du Covid, au T1 2020) a été marquée par la conduite d'un nombre significatif de réformes dites « structurelles » ou « pro-offre », généralement considérées comme favorables à la croissance de long terme.

Cette orientation des politiques économiques s'est, en réalité, inscrite dans la continuité de la 2<sup>e</sup> de partie du mandat de F. Hollande : bien qu'élu sur un programme très marqué à gauche en 2012, celui-ci avait, tout en maintenant une communication parfois ambiguë, effectué un net changement de cap vers une politique de l'offre à partir de 2014. E. Macron avait d'ailleurs conduit une partie de ces efforts en tant que ministre de l'économie entre 2014 et 2016. **En tant que Président, il a pu poursuivre dans cette direction, conformément à son programme électoral et de façon pleinement assumée.**

**Durant la période 2014-2019, la France a donc largement pris, à cet égard, le relais de l'Allemagne** (championne de la politique de l'offre au cours de la décennie 2000) et de l'Espagne (contrainte à emprunter cette direction entre 2012 et 2015 après la crise des dettes souveraines en zone euro).

Dans l'ensemble, les grands axes des réformes menées alors en France (assez conformes au modèle de la flexi-sécurité nordique et aux recommandations des grandes organisations internationales) ont consisté à : 1/modifier la fiscalité pour la rendre moins défavorable au travail, aux entreprises et aux investisseurs 2/rendre le marché du travail plus flexible 3/ouvrir davantage à la concurrence plusieurs secteurs d'activité 4/conservé un État-providence important en volume, mais plus lisible, facile à piloter et dont les prestations dépendraient moins de l'appartenance des bénéficiaires à des secteurs professionnels particuliers.

D'importants chantiers, portant sur la réglementation et la fiscalité, ont ainsi abouti entre 2017 et 2020 (voir encadré).

### Principales réformes économiques menées durant le mandat d'E. Macron

#### Période 2017-2018 (avant la crise des Gilets Jaunes) :

- Déplacement d'une partie de la fiscalité sociale (initialement faite de contributions payées par les employés) vers des taxes à base plus large (mettant notamment les retraités aisés à contribution) et moins directement administrées par les syndicats.
- Autres réformes fiscales favorables au capital (flat tax sur les revenus du capital, abolition de l'impôt sur la fortune non immobilière, baisse graduelle de l'impôt sur les sociétés).
- Abolition graduelle de taxes locales fondées sur des valeurs cadastrales obsolètes
- Réforme de la SNCF, bastion du syndicalisme traditionnel, visant l'abolition graduelle du statut particulier de ses employés.
- Réformes portant sur le marché du travail (assouplissement des conditions et procédures de licenciement, modification des règles de l'indemnisation du chômage, refonte des dispositifs de formation professionnelle).
- Réformes portant sur les marchés de biens et de services (y compris dans des secteurs publics administrativement lourds comme l'éducation, l'hôpital et le logement social).

#### Période 2019-2020 (après la crise des Gilets Jaunes et avant celle du Covid-19).

- Réforme de la fonction publique (facilitant notamment la mobilité des fonctionnaires entre administration et réduisant le pouvoir des syndicats).
- Nouveau volet de réforme de l'assurance-chômage. L'application de certaines dispositions a toutefois été retardée, par la crise sanitaire.
- Annonce d'une réforme complète du système des retraites visant à unifier l'ensemble des régimes (plus d'une quarantaine) en un seul et à établir, via un système de points, une correspondance entre cotisations versées et retraites reçues. Le basculement vers le nouveau régime devait toutefois être très graduel. Le processus d'approbation parlementaire de cette réforme a été suspendu suite à la crise sanitaire, et l'horizon d'une telle réforme a été repoussé à au-delà de l'élection présidentielle de 2022.

THÉMATIQUE

La dynamique des réformes « pro-offre » a survécu à la crise sociale des Gilets Jaunes

Certaines de ces réformes (surtout l'augmentation de la fiscalité sur l'essence, alors que des taxes jugées plus préjudiciables à l'activité avaient été baissées) ont été le déclencheur des très fortes tensions sociales de la crise des Gilets Jaunes fin 2018 et début 2019. Néanmoins, au prix de mesures de dépenses et de baisses d'impôts permettant de rétablir le calme, le cap de la politique

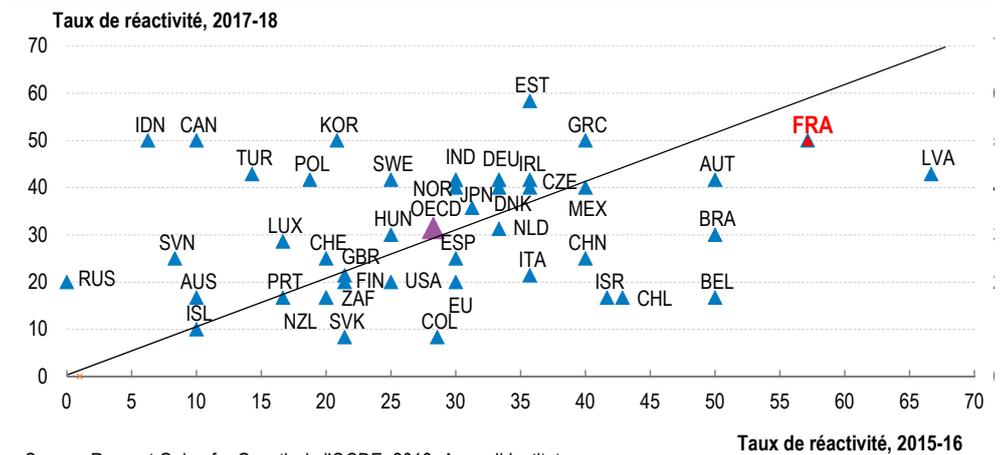
de l'offre a pu être maintenu au-delà de cet épisode dans au moins trois directions (fonction publique, marché du travail et surtout l'ambitieux chantier de l'unification des systèmes de retraite, poursuivi malgré de nouveaux mouvements sociaux fin 2019 et dont le processus d'approbation parlementaire a été stoppé net par la crise sanitaire en mars 2020).

Les organisations internationales dites « pro-marché » ont porté un jugement très favorable sur les mesures de cette période

Dans le cadre de son programme d'évaluation « Objectif croissance », l'OCDE considérait en 2019 que la France était, parmi les pays de la zone euro, l'un de ceux ayant le mieux répondu à ses recommandations de réformes en 2017

et 2018 (à égalité avec la Grèce, l'Estonie étant seule à faire mieux). Notons que l'OCDE avait également classé la France parmi les meilleurs élèves durant la période 2015-2016 (dépassée, alors, par la seule Lettonie).

1/ Indicateur de suivi des recommandations de l'OCDE



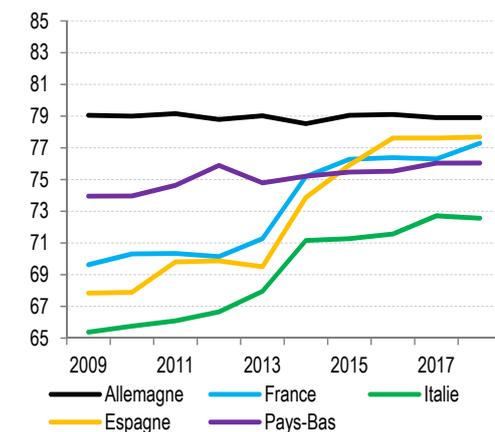
Source: Rapport Going for Growth de l'OCDE, 2018- Amundi Institute

Le COVID a donné la priorité aux mesures budgétaires de soutien et de relance

- Dans son rapport sur la France d'avril 2019, l'OCDE évaluait également que les réformes de la période 2017-2018 pourraient augmenter le PIB du pays de 3,2 % d'ici 10 ans.

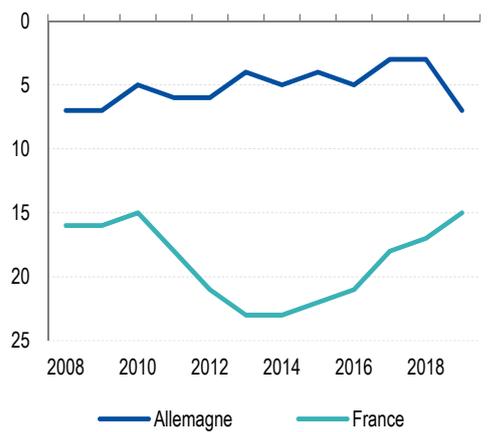
- La France a également vu sa note, ou son positionnement, augmenter de façon significative dans les grands indices de compétitivité et d'ouverture de l'économie calculés par des organisations telles que la Banque Mondiale ou le World Economic Forum.

2/ Indice de la facilité de faire des affaires (distance à la frontière)



Source : Banque Mondiale, Amundi Institute - Données au 31/03/2022

3/ Indice de Compétitivité Globale, Classement



Source Banque Mondiale, Amundi Institute - Données au 31/03/2022

THÉMATIQUE

Quel que soit le vainqueur de l'élection, les conditions économiques et sociales actuelles se prêtent mal au retour d'une politique de l'offre ambitieuse

**Certains chiffres macroéconomiques semblaient d'ailleurs montrer, juste avant la crise Covid 19, que cette politique commençait à donner des résultats**

- **Même bien conçue, une politique d'offre met habituellement plusieurs années à produire des effets bénéfiques et peut même avoir, à court terme, des conséquences négatives sur l'activité** (dites de « courbe en J »). Par ailleurs, les différences de performances de court terme entre l'économie française et celles des pays voisins reflètent souvent avant tout des différences d'exposition sectorielle (ainsi, le net avantage de la France sur l'Allemagne en 2018 et 2019, faisant suite à une situation inverse en 2016 et 2017, s'expliquait surtout par l'évolution du cycle industriel mondial, auquel l'Allemagne est beaucoup plus exposée).
- Cela dit, on peut tout de même remarquer que des indicateurs économiques tels que le **taux de chômage** (7,7 % en février 2020) ou le **taux de marge des entreprises** (33,2 % en 2019) atteignaient, avant la crise sanitaire, leurs meilleurs niveaux depuis 2008 et que la France enregistrait de bons chiffres d'attractivité pour les investissements internationaux<sup>1</sup>.

**Grands chiffres macroéconomiques, 2017-2021 : France, Allemagne et zone euro**

	France	Allemagne	Zone euro
Croissance du PIB réel, %, T4 2017-T4 2019	2,4	1,0	2,3
Croissance du PIB réel, %, T4 2019-T4 2021	0,9	-1,1	0,2
Taux de chômage, janvier 2022	7,0	3,1	6,8
Solde public structurel, % du PIB, 2019	-3,3	0,9	-1,2
Solde public structurel, % du PIB, 2021	-6,7	-5,0	-5,7
Ratio dette publique / PIB, %, 2019	97,5	58,9	86,4
Ratio dette publique / PIB, %, 2021	114,6	71,4	101,0

Source : Eurostat, DG ECFIN (derniers chiffres disponibles)

**En contrepartie de ces réformes, la France a toutefois pris du retard, dès avant le Covid, dans l'assainissement de ses comptes publics.** Perceptible dès le début du mandat, le choix de ne pas accompagner les réformes de mesures d'austérité qui en rendrait l'acceptation plus difficile a été ensuite illustré de façon spectaculaire par les mesures de dépenses et de baisses d'impôts consenties pour apaiser la crise des Gilets Jaunes. Au total, le déficit structurel de la France s'est même légèrement creusé entre 2017 et 2019 (de -3.1 % à -3.3 % du PIB potentiel).

**La crise du Covid a, en France comme ailleurs, radicalement modifié les priorités de la politique économique à partir de début 2020 en faveur des mesures de soutien budgétaire à l'économie.** Les grands axes de ces mesures ont été, en France, similaires à celles retenues dans les autres pays de la zone euro : protection des contrats de travail via des mesures de chômage partiel, aides pour les travailleurs indépendants, prêts garantis aux entreprises, différés de prélèvements obligatoires, dépenses médicales et de prévention. Ces efforts (notamment les dispositifs visant le maintien dans l'emploi et les conditions financières

des prêts garantis, utilisés au total pour un montant d'environ 150 mds €) ont été, en général, évalués comme généreux par les organisations internationales<sup>2</sup>. Les mesures d'urgence ont représenté, en 2020, environ 2,9 % du PIB de 2019 et, en 2021, 2,6 %<sup>3</sup>. À fin 2021, les PIB réels de la France, de l'Italie et de l'Allemagne se trouvaient tous trois de retour sur un niveau très proche de celui pré-Covid (T4 2019), tandis que l'endettement public de la France avait progressé, de 97 % en 2019 à 115 % du PIB en 2021, une hausse supérieure à celle observée en Allemagne mais inférieure à celles observées en Italie et en Espagne.

**Enfin, la dernière partie du mandat d'Emmanuel Macron a été marquée par l'annonce d'importants plans de relance.** Comme leurs équivalents dans les autres pays européens, ceux-ci ont visé, d'une part, à poursuivre la réparation de l'économie post-Covid, d'autre part, à répondre aux défis du changement climatique et à améliorer la croissance de long terme. Annoncé le 3 septembre 2020, le plan France Relance (100 mds € sur deux ans, dont environ 40 % financé par le dispositif européen NGEU) a ainsi prévu de consacrer 35 mds à la compétitivité et à l'innovation, 35 mds € à la cohésion sociale

<sup>1</sup> Ainsi, d'après le Baromètre de l'Attractivité publié par Ernst & Young en janvier 2020, la France était en 2018 la première destination en Europe pour l'implantation de sites de production d'entreprises à capitaux étrangers  
<sup>2-3</sup> OCDE, Rapport sur la France, 2019

## THÉMATIQUE

et territoriale (et 30 mds à la transition énergétique. Un plan supplémentaire, France 2030, annoncé le 12 octobre 2021, a promis l'investissement de 30 mds € supplémentaires sur 5 ans à destination de l'énergie verte, de la décarbonation des activités économiques, de l'alimentation, de la santé, de la culture, du spatial et des fonds marins. En prenant en compte ces deux plans, l'OCDE a considéré que la France se trouvait « en position intermédiaire à haute » en termes de dépenses de relance<sup>4</sup>.

**Le mandat d'Emmanuel Macron a donc été très largement en deux temps, les nécessités de la lutte anti Covid ayant forcé la transition rapide d'un agenda dominé par les mesures structurelles à vocation budgétairement neutre (évolutions réglementaires et déplacements de fiscalité) vers la priorisation des mesures de dépenses, d'abord à des fins de soutien conjoncturel, puis de relance et enfin d'investissement de long terme. Au fur et à mesure de la normalisation de la situation économique post-Covid, l'économie française devrait (si l'on en croit le retour d'expérience**

**habituel de ce type de réforme) continuer de bénéficier, de façon différée, de la politique pro-offre de la période 2014-2019, ce qui pourrait lui conférer pendant quelques années un léger avantage de croissance par rapport aux pays voisins. Les efforts d'investissement devraient, pour leur part, au moins soutenir l'activité à court terme en attendant d'avoir des retombées plus durables.**

**Le programme électoral d'E. Macron en vue des élections de 2022 inclut un certain nombre de nouvelles réformes qu'il est possible de qualifier de « pro-offre ». Cependant, quel que soit le nouveau président, il n'est pas certain que les conditions économiques et politiques (inflation élevée, fortes revendications sociales, expérience des mesures anti-Covid ayant donné l'impression à une partie de la population que les moyens budgétaires sont illimités) se prêtent à un retour rapide à une politique de réformes structurelles aussi vigoureuse que celle menée durant les années pré-Covid.**

*Achévé de rédiger le 30 mars 2022*

<sup>4</sup> OECD Economic Surveys, France, November 2021.

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Investment Real Estate  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 31 mars 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 1 avril 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Ozgur Donmaz

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Avec la contribution d'Amundi Institute

**AINOUZ Valentine**, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

**BELLAICHE Mickael**, *Stratégiste Taux et Crédit*

**BERARDI Alessia**, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

**BERTONCINI Sergio**, *Stratégiste Senior Taux*

**BLANCHET Pierre**, *Responsable Investment Intelligence*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

**CESARINI Federico**, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

**CARULLA POL**, *Amundi Investment Insights Unit*

**FIOROT Laura**, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

#### Conception et support

**BERGER Pia**

**PONCET Benoit**

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, *Responsable Investment Intelligence*

**BOROWSKI Didier**, *Responsable Global Views*

**DROZDZIK Patryk**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**GEORGES Delphine**, *Stratégiste Senior Taux*

**HUANG Claire**, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

**MIJOT Éric**, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

**PORTELLI Lorenzo**, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

**PERRIER Tristan**, *Global Views*

**USARDI Annalisa**, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**DHINGRA Ujjwal**, *Amundi Investment Insights Unit*

**PANELLI Francesca**, *Amundi Investment Insights Unit*