

## Sur la croissance française<sup>1</sup>

### Deux remarques sur la croissance française

La dynamique de la croissance française peut se lire dans l'évolution, trimestre après trimestre, du PIB. Cela donne une vision rapide et claire de l'évolution en cours de l'activité. L'écart de 0.1% à 0.2% en plus ou en moins est alors perçu comme une victoire, signal de l'efficacité de la politique économique, ou comme une défaite en raison d'un environnement international pénalisant. En d'autres termes, il y a, à court terme, toute une série d'aléas qu'il faut comprendre sans pour nécessairement qu'ils reflètent une tendance.

Il faut aussi regarder les évolutions d'un peu plus loin en élargissant la période de temps de l'analyse. Sur une vingtaine ou une trentaine d'année, le 0% du 2<sup>ème</sup> trimestre de l'économie française n'a pas de signification. Il s'agrége à la tendance dessinée.

Le profil du PIB français depuis 1950, en niveau et à prix constants, présenté ci-contre n'a effectivement pas une allure conditionnée par le dernier point.

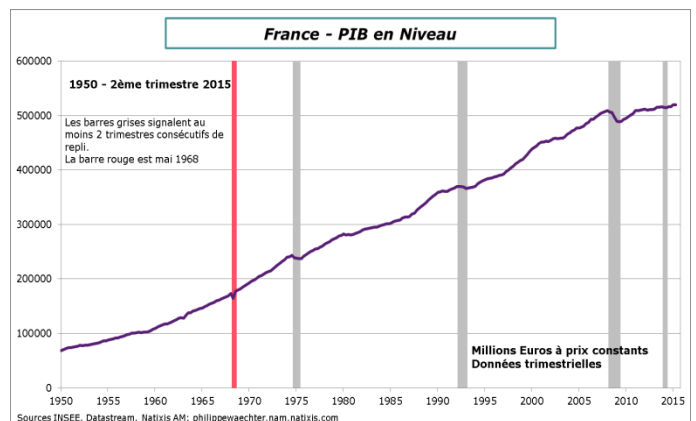
Sur une telle durée, l'objectif est de repérer les ruptures. On en constate 2 essentiellement. L'une lors du premier choc pétrolier, la seconde lors de la crise financière.

#### La dynamique est en trois temps:

Une période de croissance rapide, supérieure à 5% en tendance, de 1950 jusqu'au premier choc pétrolier. Une période de croissance modérée, supérieure à 2%, entre le 1<sup>er</sup> choc pétrolier et la crise financière.

Depuis le point bas de 2009, la croissance moyenne est de 1% et depuis le premier trimestre 2011 de seulement 0.5%.

La vraie problématique n'est pas dans le 0% du 2<sup>ème</sup> trimestre 2015 mais dans l'incapacité de sortir d'une tendance de croissance médiocre à 0.5% ou 1%.



#### L'objectif doit être de caler l'économie

**française sur une trajectoire plus élevée:** on peut faire des réformes structurelles mais cela prend du temps et reste aléatoire car dépendant de micro-décisions. Les réformes allemandes sur le marché du travail ont mis plusieurs années à être efficace alors que le cadre de croissance global était très favorable. Le coût des réformes a été compensé par une dynamique de l'activité forte en zone Euro mais aussi dans le reste du monde; de la sorte l'économie allemande a pu digérer ses réformes et en tirer profit. Imaginer que des réformes structurelles puissent avoir des effets de court terme est illusoire.

**Peut-on avoir le même diagnostic aujourd'hui, faire des réformes structurelles, alors que la croissance mondiale est médiocre, que le commerce mondial peine à croître? Surement pas.**

Il faut dynamiser la demande afin de caler l'économie sur une trajectoire plus élevée. Cela passe par de l'investissement et pour créer une dynamique il faut un investissement public plus robuste. Cela n'a pas été le cas ces dernières années où les dépenses de fonctionnement l'ont emporté sur celles d'investissement.

Le cycle est conditionné par les dépenses privées de consommation et d'investissement mais investir est une décision complexe. Il faut des conditions financières attractives, cela est observé actuellement via les taux d'intérêt bas et les marges qui peuvent se reconstituer via le CICE et le pacte de responsabilités, il faut que les attentes sur l'activité soient robustes dans la durée pour que les acteurs de l'économie puissent aussi s'engager dans le temps. L'expansion de l'activité que

<sup>1</sup> Ce document regroupe 2 posts publiés le 14 et le 16 août sur mon blog <http://philippewaechter.nam.natixis.com>

permet la politique monétaire accommodante est une étape, l'autre est celle de créer un cadre financier et fiscal stable pour les entreprises. **Une fois ces conditions réunies, il faut créer le catalyseur et l'investissement public a, à cette étape, un rôle majeur à jouer.**

**Le deuxième constat que je voulais faire sur l'évolution de l'activité dans la durée est que les profils restent encore très différents au sein des pays industrialisés.**

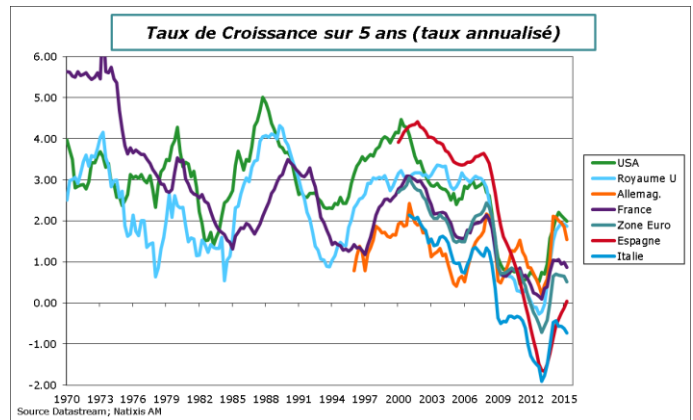
Quand on regarde l'évolution de la croissance moyenne sur 5 ans, la volatilité de court terme est éliminée, et l'on dispose d'une vision tendancielle de moyen terme.

Tous les pays, à l'exception de l'Allemagne qui est revenu dans intervalle d'évolution entre 1 et 2%, sont sur une trajectoire inférieure à celle constatée avant la crise. Il y a ici une mesure de la persistance de la crise. On notera qu'à l'exception de l'Espagne, la trajectoire récente de chacune est orientée au repli. Le rattrapage de l'Espagne est encore loin d'être fait. Quant à la France, on observe que 1% est très éloigné des références du passé. Est-ce suffisant pour financer le modèle social? Surement pas.

Le point de référence il y a 5 ans était observé durant la phase de reprise consécutive aux politiques budgétaires très accommodantes. Depuis les effets de ces politiques se sont estompés, d'où cet effet de ralentissement. L'activité tarde à retrouver de l'allant comme je le soulignais dans un post récent<sup>2</sup>.

Le point de référence il y a 5 ans était observé durant la phase de reprise consécutive aux politiques budgétaires très accommodantes. Depuis les effets de ces politiques se sont estompés, d'où cet effet de ralentissement. L'activité tarde à retrouver de l'allant comme je le soulignais dans un post récent<sup>2</sup>.

**La conclusion que j'en tirais au regard d'un commerce mondial languissant est que chaque pays ou zone devait trouver ses propres sources de croissance. L'investissement public doit y participer et pas seulement en France.**



## 9 graphes pour saisir la dynamique de l'économie française

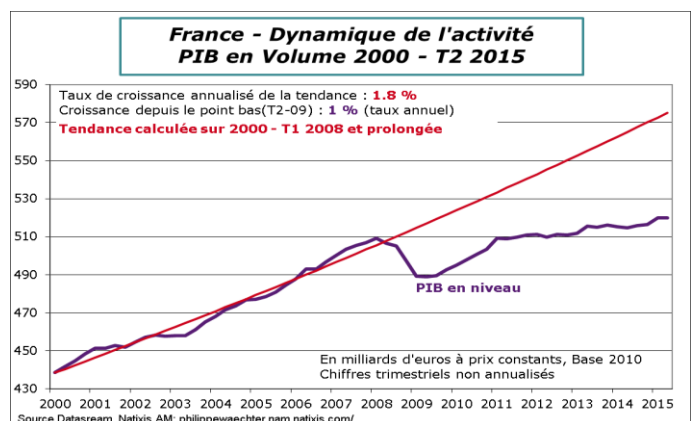
L'activité, en France, au 2ème trimestre est restée stable après avoir progressé de 0.7% (2.7% en taux annualisé) au cours des trois premiers mois de l'année. Sur un an, l'activité est en hausse de 1% et l'acquis est de 0.8% (croissance moyenne en 2015 si le niveau du PIB restait à celui du 2ème trimestre durant les 3ème et 4ème trimestres).

Pour avoir une croissance de 1% sur l'ensemble de l'année il faudrait une hausse du PIB de 0.25% aux 3ème et 4ème trimestres.

L'emploi a augmenté de 27 300 postes au 2ème trimestre mais recule de 4 200 sur un an. Un rythme de croissance de l'activité plus soutenu est nécessaire pour créer davantage d'emplois. Cela passe par une trajectoire plus forte de l'investissement productif.

### Graphe 1 - Tendence du PIB

Le premier graphe présente le PIB à prix constant en niveau depuis 2000. Outre l'écart spectaculaire avec la tendance (en rouge) d'avant crise, on notera **la rupture après le premier trimestre 2011**. Pendant deux années qui ont suivi, le PIB est resté sur une ligne horizontale. Une accélération a eu lieu au 2ème trimestre 2013 suivi là aussi d'une longue période de stagnation jusqu'au premier trimestre 2015. Celui-ci a été marqué par une hausse significative.



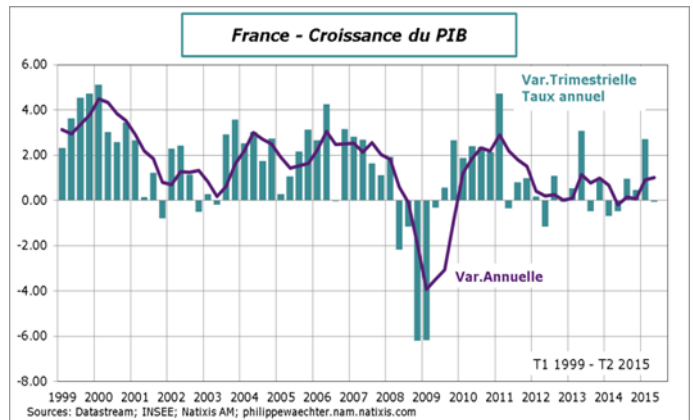
<sup>2</sup> Voir ici <http://philippewaechter.nam.natixis.com/2015/07/29/le-graphe-qui-me-preoccupe-beaucoup-le-document/>

**Depuis le premier trimestre 2011, la croissance moyenne a été de 0.5% par an.**

**Graphe 2 - Profil de la croissance**

Ce graphe présente, depuis 1999, la croissance par trimestre (taux annuel) et sur un an de l'activité en France. On observe clairement le changement de régime depuis 2011.

La tendance d'avant crise était voisine de 2%; l'activité avait plongé en 2008/2009 avant de revenir vers 2%. Puis il y a eu la rupture de 2011 que l'on constate dans la plupart des pays de la zone Euro et qui a reflété des politiques économiques plus restrictives. La France n'y a pas échappé mais elle n'a pas dès 2011 mis en œuvre de stratégie de compensation pour amortir le choc associé à ces politiques. Cela aurait pu être via l'investissement public.

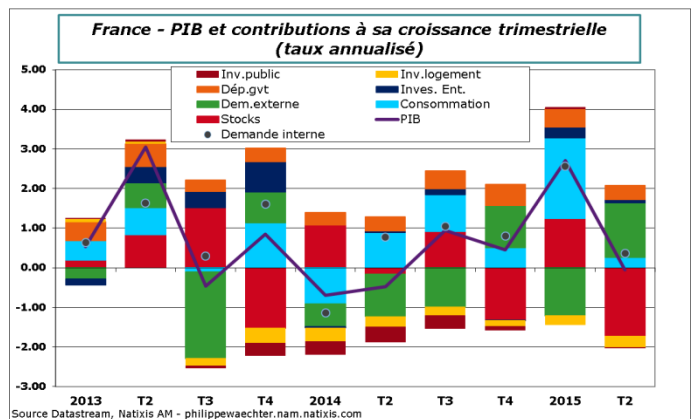


**Graphe 3 - Décomposition de la croissance trimestrielle**

Ce graphe montre qui fait quoi dans l'évolution du PIB, trimestre après trimestre.

On notera 3 points

**Le premier point** est le **net ralentissement de la consommation des ménages**. Le bâtonnet bleu ciel passe d'une contribution de 2% à 0.3%. Dans le même temps l'investissement des entreprises est moins rapide et l'investissement des ménages continue de chuter. Cela se traduit par une demande interne privée qui stagne au deuxième trimestre. La contribution des dépenses publiques reste un atout majeur pour la croissance. Le bâtonnet orange est en hausse trimestre après trimestre.



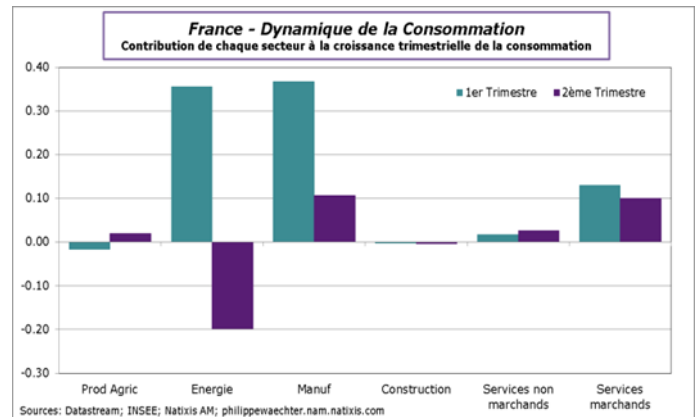
**La demande interne (consommation, investissement et dépenses de l'Etat) ralentit au 2ème trimestre** comme le montre le point sur le graphe. Elle n'est cependant pas en rupture avec le profil constaté depuis le T2 2014.

**La deuxième remarque** est la **hausse significative de la contribution du commerce extérieur**. Cela reflète une accélération des exportations. Ce mouvement haussier s'observe dans les grands pays européens et traduit certainement l'effet de la politique monétaire sur la compétitivité des économies de la zone Euro.

**Le troisième point** est le repli des stocks. Ils avaient porté, en partie la croissance du premier trimestre, ils la pénalisent au printemps. **Hors effets de stocks, la croissance française évolue depuis 3 trimestres au voisinage de 0.4%. Le profil de l'activité hors stocks était plus volatil auparavant et plus faible aussi.** C'est une mesure d'une économie qui va mieux.

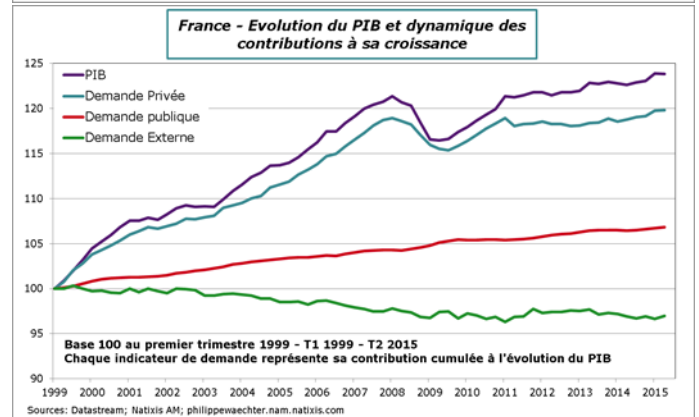
### Grappe 4 - Que s'est-il passé sur la Consommation L'ajustement de la consommation s'est opéré principalement via l'énergie.

La consommation avait augmenté au premier trimestre en raison des conditions météo et les dépenses en biens manufacturés avaient bénéficié de la baisse du prix de l'énergie. Les conditions ont changé au 2ème trimestre avec des conditions météo plus favorables et un prix de l'énergie un peu plus fort. Les autres postes ont peu évolué.



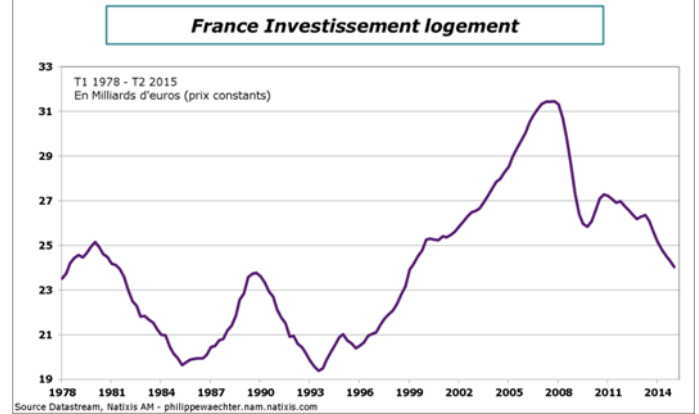
### Grappe 5 - Les sources de la croissance à moyen-terme

La demande interne privée (courbe bleue) est l'élément clé pour comprendre le profil de l'activité (PIB en violet). Les dépenses publiques ont une contribution qui est tendancielle en hausse et le commerce extérieur reste un frein à la trajectoire haussière du PIB.

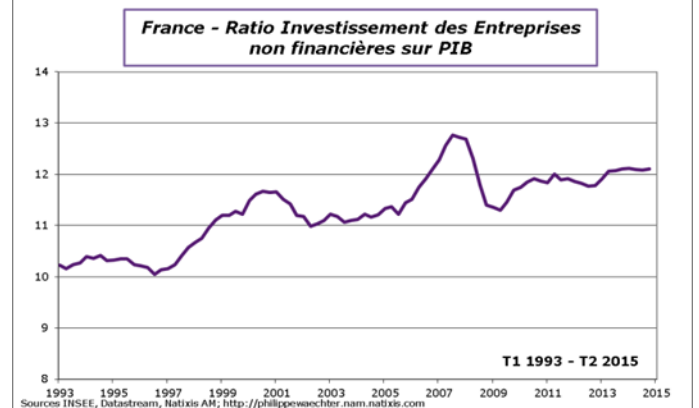


### L'accélération de l'activité à moyen terme passe par un support plus fort de la demande privée.

**Grappe 6 - L'investissement logement**  
La baisse tendancielle de l'investissement des ménages traduit bien les déséquilibres persistants sur le marché du logement en France. Depuis 2008 les ménages réduisent leurs investissements résidentiels. Le sursaut de 2010 a été de courte durée. Malgré cela les prix restent élevés et les lois qui passent ne changent rien à l'affaire.



**Grappe 7 - Dynamique de l'investissement des entreprises**  
Le taux d'investissement est stable depuis 2013. Les dépenses des entreprises ne progressent pas plus vite que le PIB. En d'autres termes, même si les investissements augmentent, ils ne présentent pas de rupture susceptible de créer un effet d'entraînement rapide et fort.



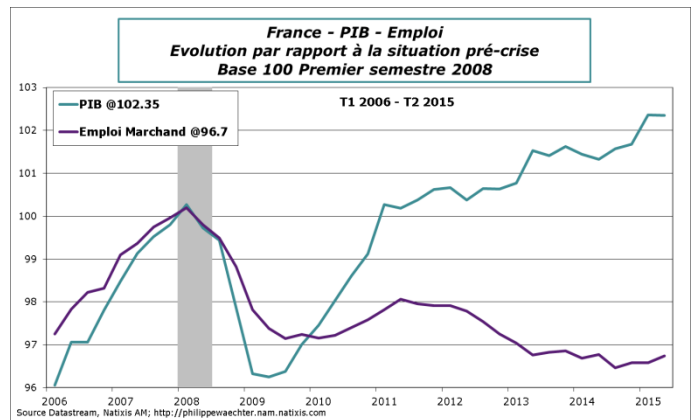
Les périodes de croissance rapide sont aussi celles durant lesquelles l'investissement s'accroît plus vite que le PIB. C'est ce type de rupture qui est nécessaire aujourd'hui pour caler le cycle économique français sur une trajectoire plus robuste dans la durée. **Aujourd'hui il est clairement insuffisant pour jouer ce rôle.**

### Graphe 8 - Dynamique de l'emploi

Au 2ème trimestre l'emploi du secteur marchand a augmenté de 27 300 après un repli de 700 au cours des 3 premiers mois de l'année. Sur un an, l'emploi diminue de 4 200 postes.

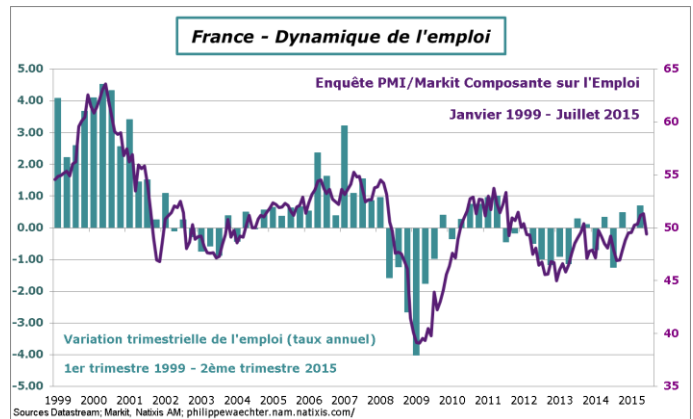
L'intérim, à nouveau, joue un rôle majeur dans la trajectoire de l'emploi (+20 500) compensant les pertes dans l'industrie et la construction.

Néanmoins, on observe toujours un retard spectaculaire avec le PIB. La reprise trop lente du PIB ne permet pas d'engendrer une dynamique de l'emploi qui s'inscrit dans la durée. C'est pour cela qu'il faut se concentrer sur la croissance et sur la demande interne privée pour en permettre l'accélération à la hausse.



### Graphe 9 - L'emploi est très volatil

Parce que la dynamique de l'activité n'est pas très vive, le profil de l'emploi, trimestre après trimestre, est très contrasté. On le voit clairement sur le graphe. L'inquiétude à court terme est le repli de la composante "emploi" dans l'enquête Markit. Généralement cet indicateur a un profil cohérent avec celui de l'emploi marchand. Espérons que le chiffre de juillet ne soit qu'un aléa.



## Disclaimer

### Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €

Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738

21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.