



La question de la semaine du 3 juin 2024

La France a-t-elle été sauvée par Bercy ?

L'économie française est coincée entre un modèle social généreux et une trajectoire de croissance de ses revenus insuffisante. La conséquence est une hausse des dépenses sociales et un creusement permanent du déficit public.

Standard and Poor's ne dit pas autre chose et c'est pour cela qu'elle s'interroge sur le modèle français dans la durée. La réponse grandiloquente de Bercy ne passe pas le cap de l'analyse. Les pays de la zone Euro ont tous subi les mêmes chocs mais la réaction de l'économie n'a pas été la même. La France est loin d'avoir été le meilleur élève et l'avertissement de SnP aurait pu mériter une colle.

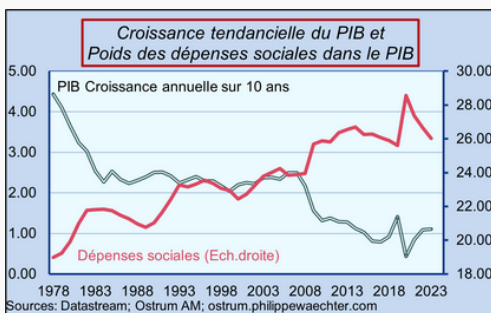
Lors de chaque publication d'une agence de notation, la France retient son souffle ! L'économie française sera-t-elle dégradée ou est-ce qu'une fois encore, elle échappera à la dégradation ?

La montée des angoisses est renforcée à chaque fois. L'interrogation porte sur la compatibilité du modèle social avec la capacité de l'économie à croître rapidement.

Chaque Français souhaite un modèle social protecteur dans le prolongement de celui mis en place il y a plusieurs décennies.

Un tel fonctionnement se traduit par un poids croissant des dépenses sociales. Depuis 1978, elles ont augmenté de 8 points de PIB.

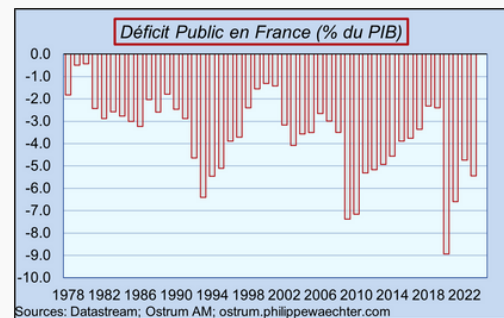
Dans le même temps, la croissance s'étiole. Depuis 2015, donc avant la pandémie, le taux de croissance tendanciel était voisin de 1 %, contre plus de 4 % à la fin des années 1970.



La conséquence de cette divergence des deux indicateurs est la hausse tendancielle du déficit public.

Le modèle social et la dynamique de l'économie ne sont plus complètement en phase. Les besoins du modèle social sont excessifs au regard de la croissance que l'économie peut délivrer.

Il faut des périodes de croissance forte pour que le déficit public se réduise. Si l'économie est calée sur sa tendance, alors le déficit s'accroît.



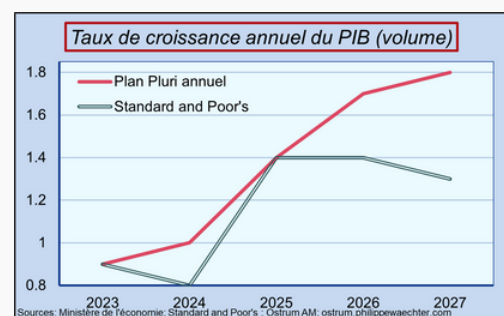
Dès lors, la notation par les agences revêt une importance cruciale. Elles portent un regard sur la capacité pour l'économie française à prolonger ce mode de fonctionnement.

La remarque de Standard and Poor's

Dans son rapport, Standard and Poor's pointe du doigt cette problématique.

L'agence a une attente de croissance plus limitée que celle du gouvernement et en conclut que le déficit public sera un peu plus élevé à l'horizon de 2027 que ce que prévoit Bercy.

La croissance plus réduite ne permettra pas de réduire autant que souhaité les besoins de financement du gouvernement. Cela se traduira alors par un ratio de dette publique sur PIB plus élevé à ce même horizon que ce qui est attendu par Bercy.



L'agence ne dit pas plus dans son rapport. C'est une alerte pour indiquer qu'il y a un déséquilibre durable au sein de l'économie française. Soit le modèle social est ajusté, soit la croissance doit repartir sur une allure plus élevée.



La question de la semaine du 3 juin 2024

La France a-t-elle été sauvée par Bercy ?

Quelle réaction de Bercy ?

La réaction de Bercy à la remarque de Standard and Poor's a été un peu grandiloquente, mais pas franchement rassurante lorsque l'on regarde les données économiques.

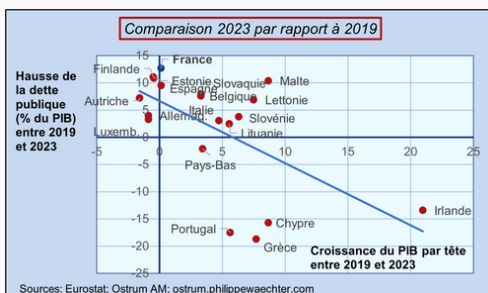
Bercy évoque les efforts considérables faits pendant et après la pandémie pour amortir et mutualiser le choc subi. Ces efforts auraient mis l'économie sur de bons rails.

Pour mesurer l'ampleur et l'efficacité de la politique économique, il est important de comparer la performance de l'économie à celle de ses voisins car tous ont subi les mêmes chocs. Pour prendre une bonne mesure, on peut comparer 2023 à 2019.

C'est ce que j'ai fait dans le graphe ci-dessous. Sur l'axe horizontal, je regarde l'évolution du PIB par habitant pour chaque pays de la zone Euro entre les deux dates. Sur l'axe vertical, c'est l'évolution de la dette publique, mesurée en points de PIB, qui est observée.

La lecture est simple. Chaque point correspondant à un pays indiquant ainsi la croissance du PIB par habitant et la variation de la dette publique. La Grèce a eu une croissance de l'ordre de 8 %, alors que sa dette publique se réduisait de 17 points de PIB.

En Finlande et en Autriche, le PIB s'est légèrement contracté tandis que la dette augmentait rapidement.



En France, le PIB par tête est stable sur la période, alors que la dette publique a augmenté de 12 points de PIB. Sur la croissance, la France fait partie des mauvais élèves et sur la dette, elle a la plus piètre performance.

De là à en conclure que la France a été sauvée est un peu rapide et suggère surtout qu'elle n'est pas guérie.

Pour rester à l'étiage, l'économie française a besoin d'un endettement supplémentaire. Autrement dit, lorsque la croissance internationale est peu porteuse et que le commerce mondial ne progresse pas, l'économie française doit être nourrie par un endettement supplémentaire.

A-t-elle la capacité de croître de façon endogène ? La lecture de ce graphique suggère que non.

La réponse à faire après le rapport de Standard and Poor's est donc de deux ordres ; d'abord d'arbitrer dans les comptes de l'État et notamment sur le modèle social pour que celui-ci se cale davantage sur les capacités de l'économie à croître ensuite de créer les conditions d'une croissance plus autonome permettant de progresser de manière endogène sans impulsion externe.

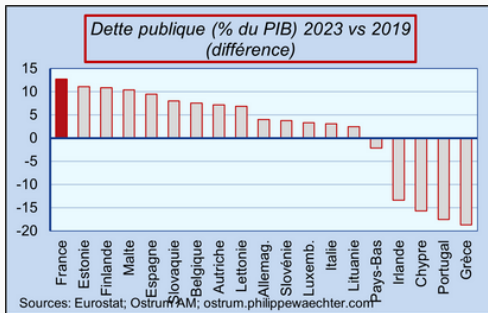
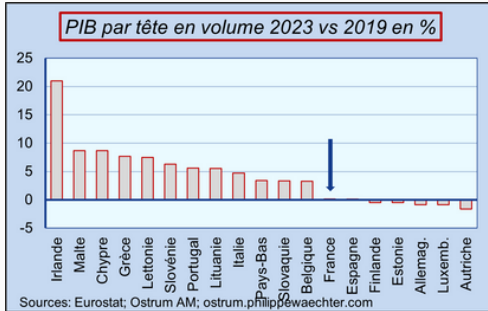
Quand l'économie française disposera de ces propriétés, alors elle sera sauvée et son risque permanent de dégradation s'estompera.



La question de la semaine du 3 juin 2024

La France a-t-elle été sauvée par Bercy ?

Sur les deux graphes j'ai repris les données entre croissance du PIB par tête et variation de la dette publique en points de PIB entre 2019 et 2023. La représentation est plus classique mais elle est aussi très instructive.





Mentions légales Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

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 l'autorisation préalable et écrite de Ostrum 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 Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum 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 chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.