France: sur la voie du redressement

Croissance et compétitivité: progrès accomplis, problèmes persistants

Hélène Baudchon

De retour depuis 2013, la croissance reste limitée à 1%. Ce manque de vigueur, pour partie conjoncturel, a aussi des racines structurelles, telles que la faiblesse du taux d'activité et des gains de productivité. Mais leurs marges de progression laissent entrevoir des réserves importantes de croissance facilement mobilisables, pourvu que les bonnes réformes soient mises en œuvre. La faiblesse de la croissance est aussi liée à celle de la compétitivité dont le redressement est en bonne voie, notamment au travers de la remontée du taux de marge des entreprises. Mais des problèmes persistent, dont le coût élevé des intrants non salariaux et une compétitivité hors-prix insatisfaisante. La formation, l'innovation, la mobilité sont des leviers efficaces sur lesquels le nouveau gouvernement compte mettre l'accent, en plus de la poursuite de la politique d'allègement du coût du travail, en particulier, et de la fiscalité, en général.

Mal en point il y a cinq ans, l'économie française apparaît en 2017 en meilleure forme. Elle a amorcé un lent redressement depuis début 2013, qui va au-delà du mieux conjoncturel et du simple retour de la croissance, encore peu élevée au demeurant. Les trois grands chantiers de l'économie (compétitivité, comptes publics et marché du travail) ont avancé, à des degrés divers toutefois, ce qui les laisse plus ou moins loin d'être achevés (*cf.* tableau 1). Une amélioration de fond se dessine mais par petites touches : elle a été amorcée mais elle reste à confirmer et à amplifier.

Dans la suite de cet article, nous revenons plus en détail sur les problématiques de croissance et de compétitivité. Il s'agit de faire un état des lieux de la dynamique à l'œuvre, des progrès accomplis et des problèmes persistants, à l'occasion de la nouvelle mandature qui s'ouvre sous la présidence d'Emmanuel Macron, comme nous l'avions fait en mai 2012 au moment de l'élection de François Hollande[1], avec l'idée de répondre plus précisément aux deux questions suivantes : pourquoi la croissance n'est-elle pas plus élevée (première partie) et que faut-il faire pour redresser plus visiblement la compétitivité (deuxième partie) ?

2012-2017: la France à l'épreuve de la reprise

Commençons par revenir en arrière pour expliquer l'intitulé de cette partie, « la France à l'épreuve de la reprise ». C'est, tout d'abord, une formule en écho aux cinq années précédentes, de 2007 à 2011, au cours desquelles la France a été « à l'épreuve de la crise ». Au cours de cette période, l'économie française a, en effet, fait face à deux crises majeures : d'abord la crise financière de 2008, qui a entraîné une récession marquée en 2009[2] ; ensuite, la crise des dettes souveraines européennes, dont les tous premiers signes datent de la fin 2009 et qui a connu son acmé de la fin 2011 à la mi-2012 avant que les interventions répétées de l'Europe et de la BCE ne parviennent à faire refluer le stress sur les marchés obligataires. Cette deuxième crise est venue interrompre la reprise qui s'était engagée en 2010, au sortir de la récession.

Tableau 1 : Chemin parcouru par l'économie française entre 2012 et 2016 en quelques indicateurs

	2012	2013	2014	2015	2016	2017(P)	tendance
Croissance, moyenne annuelle (cjo)	0,2%	0,6%	1,0%	1,0%	1,1%	1,6%	↗
Ecart de production, % du PIB potentiel	-1,1%	-1,4%	-1,7%	-1,4%	-1,3%	-0,8%	↘
Taux de chômage, % de la population active	9,8%	10,3%	10,3%	10,4%	10,1%	9,6%	↘
Taux d'emploi, % de la population en âge de travailler	64%	64%	64,2%	64,3%	64,7%		↗
Déficit budgétaire, % du PIB	-4,8%	-4,0%	-3,9%	-3,6%	-3,4%	-3,0%	↘
Ratio de dette publique, % du PIB	89,5%	92,3%	94,9%	95,6%	96,3%	96,3%	↗
Déficit commercial, % du PIB	-3,2%	-3,0%	-2,7%	-2,0%	-2,2%	-2,5%	↘
Déficit sur les échanges de produits manufacturés, % du PIB	-1,8%	-1,7%	-1,8%	-1,7%	-2,0%		→
Déficit courant, % du PIB	-1,2%	-0,9%	-1,3%	-0,4%	-0,9%	-1,2%	→
Parts de marché à l'export	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%		→
Part de l'industrie dans la valeur ajoutée brute (VAB)	13,8%	13,9%	13,9%	14,2%	14,1%		→
Coûts salariaux unitaires, variation en moyenne annuelle	2,3%	1,2%	0,9%	0,1%	0,5%		↘
Taux de marge des SNF, % de la VAB	30,2%	29,9%	30,4%	31,9%	31,9%	31,6%	↗

Sources : INSEE, Douanes, Banque de France, Commission européenne, Eurostat, OCDE, BNP Paribas

[1] *Les grands chantiers de l'économie française*, Conjoncture n°9, mai 2012
[2] Pour parler de cette période, le terme de Grande Récession a été rapidement employé, en référence à la Grande Dépression des années 1930 et compte tenu de ses ressemblances.

Quand François Hollande succède à Nicolas Sarkozy en mai 2012, l'économie est donc vacillante : la crise des dettes souveraines n'est pas terminée et ses effets sur la croissance sont visibles depuis quelques temps déjà mais sans que l'on puisse bien encore en mesurer l'ampleur et la durée, faute de recul. Aujourd'hui, on dispose de ce recul et l'on sait que la France a connu une panne de croissance du deuxième trimestre 2011 au premier trimestre 2013. Cette date marque alors le début d'un nouveau cycle, d'une reprise encore en cours et qui est donc entrée dans sa cinquième année, après le faux départ de 2010-2011.

Ce titre, « la France à l'épreuve de la reprise », fait aussi directement référence aux défaillances de la reprise actuelle, qui en a le nom mais pas l'allure : la croissance est effectivement de retour depuis début 2013 mais sa caractéristique principale est son manque de vigueur, en tout cas jusqu'en 2016, avec tout juste 1% de croissance par an en moyenne sur la période. 2017 pourrait toutefois mettre fin à cette langueur, avec une croissance attendue à 1,6% en moyenne annuelle.

Début juin, dans un rapide état des lieux de l'économie française, nous avons fait le constat de cette faiblesse de la croissance, en l'illustrant de diverses manières[3]. Le graphique 1 permet aussi de la visualiser dans une perspective historique : la faiblesse récente s'inscrit dans un ralentissement tendanciel de la croissance. Dans la section qui suit, nous procédons à un examen plus détaillé, selon une trame chronologique, des raisons conjoncturelles de cette faiblesse, pour ensuite, dans une deuxième section, relever quelques-unes des causes structurelles de cette faiblesse.

Le film de la croissance: un chemin parsemé d'embûches

2012 : la croissance plie mais ne rompt pas

2012 est la première année difficile d'une série de cinq, chacune avec des raisons qui lui sont propres et quelques points communs. Elle est marquée, comme 2011 avant elle, par les efforts de consolidation budgétaire, imposés par la crise des dettes souveraines européennes, et qui constituent la première et principale entrave à la croissance sur toute la période ici sous revue. Cet ajustement budgétaire a d'autant plus freiné la croissance qu'il a été réalisé concomitamment par plusieurs pays de la zone euro. L'OFCE estime ainsi que la consolidation budgétaire (effet direct sur l'économie française et indirect *via* la baisse d'activité des partenaires) a coûté 0,8 point de croissance à la France en moyenne chaque année entre 2012 et 2017[4].

La France s'est, toutefois, plutôt bien sortie de cette passe difficile, la croissance subissant seulement un coup d'arrêt en 2012 et échappant à la rechute en récession contrairement à ses partenaires d'Europe du Sud (*cf.* graphique 2). L'importance des stabilisateurs automatiques (poids des transferts) et un degré d'ouverture plus faible expliquent en partie cette résistance à la baisse. La croissance a également, et probablement surtout, été préservée par la moindre ampleur du tour de vis budgétaire en 2012 : d'après les chiffres de la Commission européenne, il a, en effet, été à peu près deux fois moins important cette année-là en France qu'au niveau agrégé de la zone euro (amélioration du déficit structurel de 0,8 et 1,5 point, respectivement, *cf.* graphique 3). S'il a été réparti différemment dans le temps, on retiendra toutefois que, sur l'ensemble de la période de consolidation budgétaire 2011-2016, l'effort total est similaire, de l'ordre de 3 points de réduction du déficit structurel. En revanche, en termes de réduction du déficit structurel primaire, l'effort est un peu moins important côté français (2,9 points contre 3,5 points pour la zone euro dans son ensemble).

De manière concomitante, et avec un lien de causalité (détérioration du contexte économique due à la consolidation budgétaire), la rechute de l'activité dans le secteur de la construction, après un éphémère rebond en 2010, a constitué une autre entrave importante à la croissance et ce de manière également prolongée, la crise du secteur ayant perduré jusque mi-2015. En moyenne, chaque année de 2012 à 2015, la seule baisse de l'investissement immobilier des ménages a ôté 0,1 point de pourcentage à la croissance.

2013-2014 : moteur bridé

En 2013, la reprise a commencé à s'esquisser mais avec peine. La crise des dettes souveraines européennes a été circonscrite et les pays les plus touchés entament une convalescence fragile. Le moteur de la croissance se remet lentement en marche mais il reste grippé. Il l'est resté en 2014 au regard du rythme encore poussif de la croissance[5]. Celle-ci reste freinée par la consolidation budgétaire qui s'installe dans le temps et par la sévérité de la correction immobilière et par un autre élément qui prend de l'ampleur, l'affaiblissement de la croissance dans les pays émergents (Russie et Brésil en particulier, Chine dans une moindre mesure).

En même temps, le soutien attendu du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), en vigueur depuis 2013, tarde à venir et le Pacte de responsabilité et de solidarité, présenté en janvier 2014, n'a pas non plus eu l'effet d'annonce escompté sur la confiance. Au contraire : les enquêtes sur le climat des affaires, qui avaient commencé à se redresser tout au long de 2013, ont interrompu leur mouvement en 2014 (*cf.* graphique 4). C'est le signe du manque de visibilité, en général, sur les perspectives économiques et du manque de lisibilité, en particulier, de la politique économique qui nuit aux effets positifs que l'on peut en attendre (*cf.* encadré 1 pour un récapitulatif des mesures engagées).

2015-2016 : croissance encore peu élevée mais un peu plus solide

Fin 2014, les espoirs d'une croissance plus forte se reportent sur 2015. Ils apparaissent aujourd'hui déçus (la croissance étant identique les deux années, à 1%, d'après les comptes de la Nation actuellement disponibles[6]).

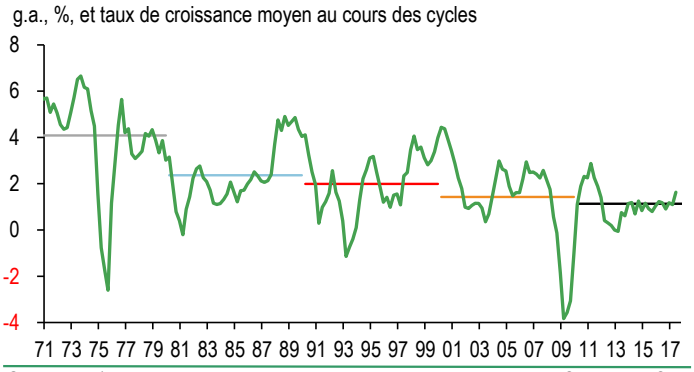
[3] *Etat des lieux de l'économie française*, EcoFlash n°8, 9 juin 2017

[4] OFCE, *Le quinquennat de François Hollande : enlisement ou rétablissement ?*, policy brief, 5 septembre 2016.

[5] Le caractère décevant de la croissance en 2014 a été assez fortement atténué à la faveur des révisions des comptes nationaux. Initialement estimée à seulement 0,2% en moyenne annuelle, la croissance en 2014 s'établit, en effet, désormais à 1% selon la version définitive des comptes, après un passage à 0,7% dans la version semi-définitive. Elle a donc bien marqué une accélération par rapport à 2013 (0,6%, aussi revue en hausse depuis l'estimation initiale de 0,3%).

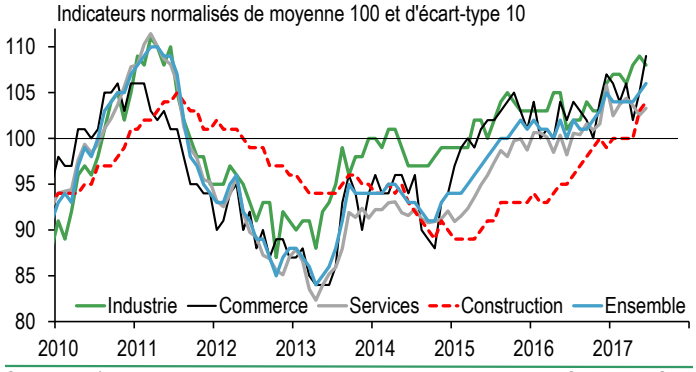
[6] Version semi-définitive pour 2015 donc susceptible d'être encore révisée

La faiblesse de la croissance française remise en perspective



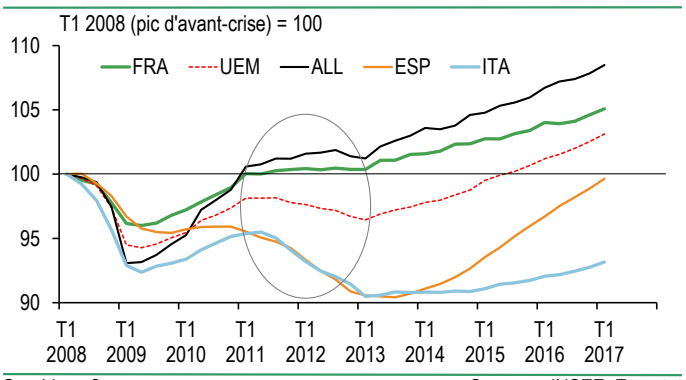
Graphique 1 Source : INSEE

Enquêtes INSEE sur le climat des affaires en France



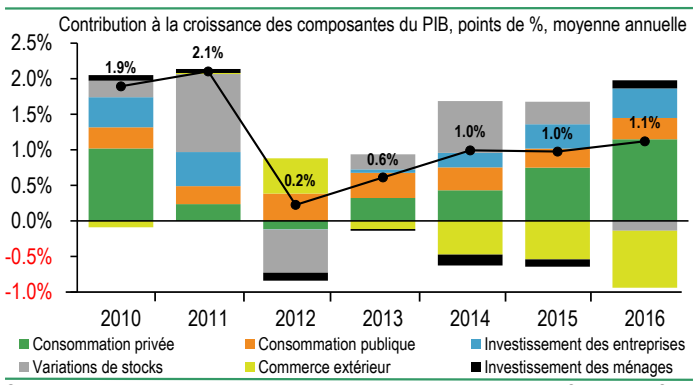
Graphique 4 Source : INSEE

Niveaux de PIB en France et dans la zone euro



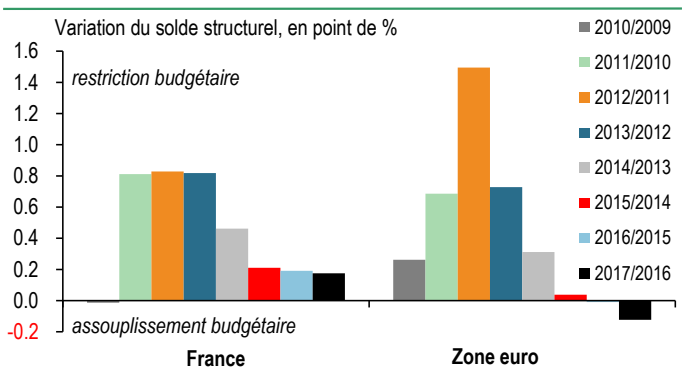
Graphique 2 Sources : INSEE, Eurostat

Décomposition de la croissance française



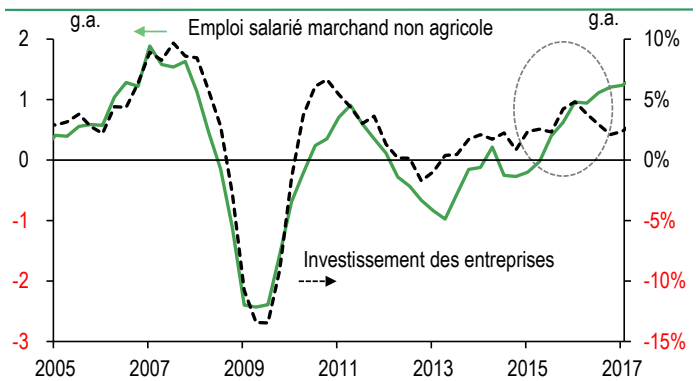
Graphique 5 Source : INSEE

Effort structurel en France et dans la zone euro



Graphique 3 Source : Commission européenne

France : Les ingrédients d'une reprise auto-entretenue : le redémarrage de l'investissement et de l'emploi



Graphique 6 Source : INSEE

L'absence d'accélération de la croissance entre 2015 et 2016 peut toutefois être relativisée. Tout d'abord, elle masque une contribution plus positive de la demande intérieure finale (*cf.* graphique 5). Ensuite, les bases d'une reprise auto-entretenue se sont mises en place en 2015, le redémarrage de l'emploi s'ajoutant à celui de l'investissement des entreprises (*cf.* graphique 6) : la croissance reste peut-être peu élevée mais elle devient ainsi un peu plus solide. S'il faut chercher un bémol, c'est, éventuellement, du côté du commerce extérieur. Les exportations ont été freinées dans leur élan par le nouveau fléchissement de la croissance des pays émergents tandis que le dynamisme des importations a continué de surprendre à la hausse.

Le rythme peu élevé de la croissance en 2015 peut aussi surprendre au regard de la combinaison inédite de facteurs très favorables qui prévaut alors : taux d'intérêt toujours plus bas, baisse marquée des prix du pétrole de la mi-2014 à la fin 2015, dépréciation importante de l'euro tout au long de 2014 et jusque début 2015, un « alignement des planètes » qui s'ajoute aux mesures diverses de soutien à la croissance et à l'emploi. Mais ces vents favorables font face à des vents contraires aussi puissants (comme la consolidation budgétaire et le ralentissement de la croissance dans les pays émergents) : d'après les estimations de l'INSEE, les effets positifs des uns auraient été parfaitement compensés par les effets négatifs des autres, laissant la croissance en 2015 sur son rythme tendanciel (*cf.* tableau 2). Pour 2016, l'INSEE prévoyait que l'impact net serait positif, à hauteur de 0,3 point, à la faveur de la dissipation des freins internes, ce qui aurait porté la croissance à 1,6% d'après ses prévisions.

Tableau 2 :
Impact des chocs internes & externes sur la croissance française

	2015	2016 (prévisions)
Impact total sur la croissance	**0,0**	**0,3**
Impact des facteurs externes	**0,5**	**0,4**
Baisse du prix des matières premières énergétiques	0,3	0,4
Politique monétaire accommodantes de la BCE	0,4	0,2
Baisse des taux d'intérêt	*0,2*	*0,2*
Baisse de l'euro	*0,2*	*0,0*
Demande mondiale	-0,1	-0,2
Reprise en Europe du Sud	*0,1*	*0,0*
Ralentissement des émergents	*-0,2*	*-0,2*
Impact des facteurs internes	**-0,5**	**-0,1**
Hausses passées des prélèvements	-0,7	-0,4
Mesures d'allègement du coût du travail (CICE et PRS)	0,4	0,3
Effet des mesures en dépenses	-0,1	0,0
Recul de l'investissement des ménages	-0,1	0,0

Note : les effets mesurés tiennent compte uniquement des différents chocs observés jusque fin 2015. Les chocs ultérieurs sont exclus, y compris pour 2016, à l'exception de la demande des partenaires, des mesures en dépenses et de l'investissement des ménages. L'impact des fluctuations du prix des matières premières énergétiques début 2016 n'est ainsi pas considéré : l'effet de +0,4 point sur 2016 ne dépend que de la baisse constatée jusque fin 2015.

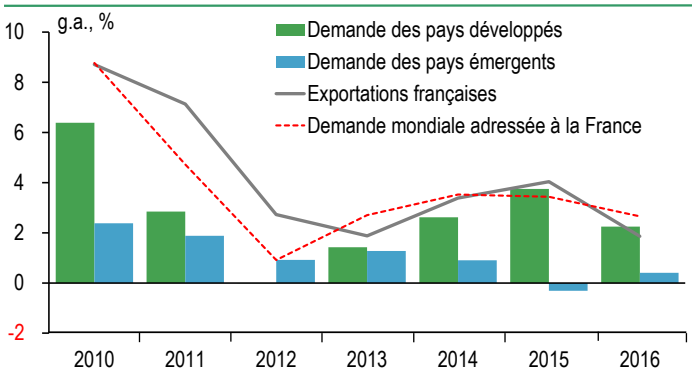
Source : INSEE, note de conjoncture juin 2016

La réalité a été tout autre, avec une estimation provisoire de la croissance en 2016 bien en-deçà, à seulement 1,1%. La cause est à chercher du côté des facteurs de soutien à la croissance comme des freins, les premiers ayant été moins forts que prévu et les seconds plus marqués. Parmi les imprévus de l'année 2016, il faut aussi mentionner le vote en faveur du Brexit, même s'il n'a pas eu d'effets négatifs évidents sur la croissance française pour l'heure. La croissance en 2016 a également été marquée par une série d'à-coups et de chocs spécifiques, qui ont pesé sur la moyenne annuelle[7].

La croissance a, par ailleurs, pâti des difficultés particulières de trois secteurs d'activité importants : le tourisme (conséquence des attentats terroristes), l'agro-alimentaire (suite aux conditions climatiques très défavorables au printemps) et l'aéronautique (problèmes d'approvisionnement et de retards de livraison). L'INSEE estime que la baisse d'activité dans le tourisme et l'effondrement de la production agricole ont ôté, chacun, 0,2 point à la croissance en 2016. Ces difficultés expliquent, en partie, le tassement des exportations en 2016, l'autre facteur d'explication étant la modération de la demande mondiale adressée à la France (*cf.* graphique 7). Et ce mauvais chiffre des exportations explique à son tour la contribution très négative du commerce extérieur en 2016, qui se trouve être la principale cause de la faiblesse de la croissance en 2016.

Une faiblesse apparente donc, qui masque une contribution de 2 points de la demande intérieure finale, qui plus est en nette hausse par rapport à 2015 (1,2 point), à la faveur de l'accélération de la consommation des ménages (2,1% après 1,4%), de leur investissement (2,4% après -2,1%, première progression depuis 2011) et, dans une moindre mesure, de l'investissement des entreprises (3,4% après 2,9%). A l'aune de ces évolutions, la croissance en 2016 apparaît sous un jour plus favorable.

Exportations françaises et demande mondiale



Graphique 7 Sources : INSEE, FMI, BNP Paribas

[7] Au premier trimestre (+0,6% t/t), la croissance a été soutenue par trois éléments : la mesure de suramortissement qui a dopé les dépenses d'investissement des entreprises ; les achats anticipés de téléviseurs en vue de l'Euro 2016 et du changement de norme pour la TNT numérique ; le rebond des dépenses d'énergie des ménages après leur recul marqué au trimestre précédent pour cause de températures supérieures aux normales saisonnières. La disparition de ces facteurs au deuxième trimestre a entraîné un net contrecoup sur l'activité (-0,1% t/t), accentué par les grèves et les blocages de raffineries sur une partie des mois de mai et juin au moment des manifestations contre la loi Travail. Ce contrecoup a été suivi d'un rebond limité au troisième trimestre (+0,2%) et, bien que robuste, le dernier trimestre (+0,5%) n'a pas suffi pour remonter la moyenne annuelle.

Encadré 1: 2012-2016, succession de réformes

De 2012 à 2016, les réformes et autres mesures pour redresser l'économie française se sont enchaînées. Elles se renforcent les unes et les autres et vont dans la bonne direction, s'attelant chacune à un problème de fond spécifique de l'économie, mais de manière trop timide et confuse pour provoquer le choc de confiance espéré et un sursaut tangible et substantiel de la croissance. Il est aussi trop tôt pour obtenir des résultats plus visibles : les réformes engagées le sont depuis peu et elles mettent longtemps, par nature, à porter leurs fruits. Elles se télescopent par ailleurs avec l'impact négatif sur l'activité de la consolidation budgétaire. Il est toutefois possible que, sans ces mesures, la situation aurait été plus détériorée encore (le CICE – Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi – a notamment pu jouer un rôle défensif, amortissant les difficultés de trésorerie). Nous listons ci-dessous, par ordre chronologique, ces réformes et rappelons leurs grandes lignes et mesures phares.

Le **Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi** (PCCE), annoncé en novembre 2012, est la première d'entre elles. Il tente d'apporter une réponse d'ensemble au déficit de compétitivité de l'économie, en agissant sur la compétitivité-prix (avec le CICE, crédit d'impôt de EUR 20 mds) et hors-prix (soutien à l'innovation, au financement des PME, attractivité, mesures de simplification, …)[8].

L'**accord de janvier 2013 sur la sécurisation de l'emploi** est une autre avancée notable. Il promeut une plus grande flexisécurité du marché du travail, mêlant un peu plus de flexibilité pour les entreprises dans la gestion de leur main d'œuvre (via les accords de maintien dans l'emploi et la simplification du dispositif de chômage partiel), de simplicité et de clarté dans les procédures de licenciement et un peu plus de sécurité pour les salariés via de nouveaux droits (complémentaire santé pour tous, droits rechargeables à l'assurance chômage, compte personnel de formation, droit à une période de mobilité volontaire sécurisée, recadrage du temps partiel, surtaxe sur les cotisations chômage sur les CDD pour lutter contre l'usage abusif des contrats courts accompagnée d'une exonération de charges pendant trois mois pour toute embauche en CDI d'un jeune de moins de 26 ans).

Une nouvelle **réforme des retraites** a été conclue en septembre 2013[9]. Un certain nombre de paramètres du régime général du secteur privé ont été modifiés à des fins de réduction du déficit, notamment la hausse des cotisations (entreprises comme salariés) et l'allongement de la durée de cotisations. Le compte pénibilité a été créé à cette occasion. Les retraites complémentaires ont également fait l'objet d'une réforme importante (accord conclu en octobre 2015), dont l'objectif principal est de reporter l'âge de départ à la retraite. La réforme de la **formation professionnelle**, bouclée fin 2013, vise un meilleur fléchage des fonds vers ceux qui ont le plus besoin d'être formés et active le nouveau compte personnel de formation.

Le **Pacte de responsabilité**, annoncé en janvier 2014, est venu renforcer la politique de l'offre initiée avec le PCCE. Il contient un cumul de EUR 20 mds de nouveaux allègements de charges et d'impôts en faveur des entreprises, échelonnés dans le temps à l'horizon 2020 (baisses des cotisations d'abord ciblées sur les bas salaires jusque 1,6 Smic puis élargies, en 2016, jusqu'à 3,5 Smic ; baisse des cotisations familiales des travailleurs indépendants et artisans ; suppression de la C3S (Contribution Sociale de Solidarité des Sociétés) ; suppression de la surtaxe d'IS ; amorce de la baisse du taux d'IS). Il est doublé d'un pacte de solidarité allouant EUR 5 mds de baisses d'impôts en faveur des plus modestes à l'horizon 2017.

La **convention d'assurance-chômage** a fait l'objet de deux renégociations. Le premier accord, obtenu en mai 2014, contenait des mesures durcissant certaines règles d'indemnisation à des fins d'économies budgétaires et des incitations au retour à l'emploi (via notamment l'introduction des droits rechargeables)[10]. L'objectif d'économies est toujours présent dans le deuxième accord, finalement conclu en avril 2017 et signé pour trois ans. Cet accord contient, notamment, une hausse générale des cotisations employeurs contre la suppression quasi-totale du dispositif de surtaxe sur les CDD, une nouvelle modification du mode de calcul des droits au chômage pour gommer les différences de traitements selon l'enchaînement ou non de contrats très courts, et un décalage de 50 à 53 ans de la borne d'âge ouvrant droit à la durée maximale d'indemnisation de 36 mois[11].

Les toutes premières annonces concernant la **réforme territoriale** remontent à janvier 2014 avec la mise en avant des métropoles. Un deuxième volet a suivi en janvier 2015 avec, notamment, la réduction du nombre de régions métropolitaines de vingt-deux à treize. La loi NOTRe (nouvelle organisation territoriale de la République), promulguée en août 2015, constitue le troisième volet : elle confie de nouvelles compétences aux régions et redéfinit en conséquence celles attribuées à chaque collectivité territoriale. L'objectif ultime de cette réforme est de réduire le « millefeuille territorial » et les doublons d'emplois associés pour gagner en efficacité.

Une négociation sur la **modernisation des règles du dialogue social** et de la représentation des salariés a été engagée début octobre 2014 par les partenaires sociaux. Faute d'accord, le gouvernement a repris la main en janvier 2015 pour aboutir à la promulgation, en août, de la loi relative au dialogue social et à l'emploi, dite loi Rebsamen du nom du ministre du Travail de l'époque. Cette loi vise à simplifier et à rationaliser l'exercice du dialogue social (via, notamment, le regroupement des instances représentatives du personnel, les IRP, et des consultations obligatoires) et à mieux assurer la représentation du personnel dans les plus petites entreprises. Elle donne aussi officiellement naissance au Compte Personnel d'Activité, un compte qui a vocation à regrouper les divers droits des salariés et à les rendre portables d'un emploi à l'autre (compte personnel de formation, compte épargne temps, compte pénibilité à ce stade). Le texte lance également la création de la prime d'activité (fusion, à partir du 1er janvier 2016, de la prime pour l'emploi et du RSA-activité).

L'**emploi** a fait l'objet de nombreuses mesures de soutien, directes au travers des emplois aidés et indirectes au travers de la politique de l'offre, de restauration de la compétitivité des entreprises et de flexibilisation du marché du travail. Les dernières mesures directes du quinquennat sont : le plan « Tout Pour l'Emploi » de juin 2015 ciblé sur les TPE-PME (prime à la première embauche ; augmentation de un à deux du nombre de renouvellements possibles d'un CDD ; simplification des seuils sociaux ; assouplissement des accords de maintien dans l'emploi) suivi du plan d'urgence déployé en janvier 2016 (nouvelle facilité d'accès à l'apprentissage ; nouvelle prime à l'embauche dans les PME ; vaste programme de formation des chômeurs).

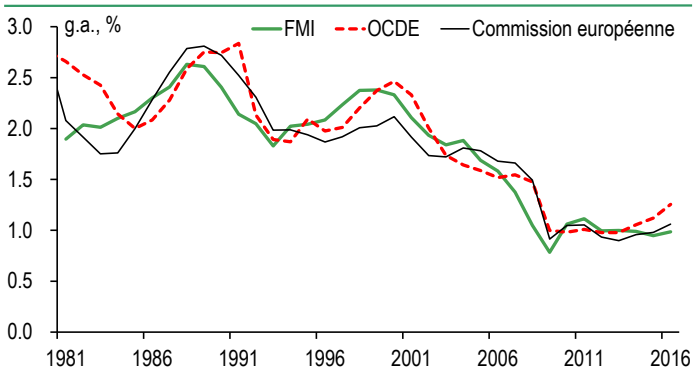
2015 a été marquée par l'adoption, au mois de juillet, de la **loi Macron**, alors ministre de l'Economie (intitulée « loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques »). Cette loi, présentée en détail en décembre 2014, a ensuite fait l'objet de vifs débats au point de devoir être adoptée en usant de l'article 49.3 de la Constitution. Elle cherche à lever un ensemble de freins à l'activité et à libérer du pouvoir d'achat. Elle contient des mesures hétéroclites visant certaines professions réglementées (dont les professionnels du droit), le transport par autocar, le permis de conduire, le travail dominical, le dialogue social, la justice prud'homale, l'actionnariat et l'épargne salariale. La **loi Travail**, portée par Myriam El Khomri, adoptée en juillet 2016, également par 49.3, vient clore cette longue séquence de réformes (*cf.* encadré 2 pour plus de détails).

[8] *Cf.*, pour plus de détails, *France : à la recherche de la compétitivité perdue*, Conjoncture n°2, février 2013
[9] *Cf.*, pour plus de détails, *France : une réforme des retraites qui n'a rien de spécial*, Ecoweek n°13-33, 20 septembre 2013
[10] *Cf.*, pour plus de détails, *France : le régime d'assurance-chômage bientôt durci ?*, EcoFlash n°14-1, 3 novembre 2014
[11] *Cf.*, pour plus de détails, les Echos, *Assurance-chômage : les gagnants et les perdants de la nouvelle convention*, 14 avril 2017

Où sont les réserves de croissance?

S'il y a matière à relativiser la contre-performance de la croissance en 2016 par diverses circonstances exceptionnelles, en toile de fond, la croissance n'en manque pas moins fondamentalement de dynamisme. Sur une base de croissance faible, le moindre choc se voit ; si le rythme sous-jacent avait été plus élevé, les différents chocs seraient passés inaperçus. La faiblesse de la croissance française de ces dernières années n'est pas seulement conjoncturelle. Ses racines sont profondes, comme en atteste la faiblesse de la croissance potentielle et son érosion au fil du temps, et plus particulièrement dans les années 2000 avec une division par deux de son rythme, d'environ 2% hier à 1% aujourd'hui (*cf.* graphique 8)[12].

Diverses estimations de la croissance potentielle française

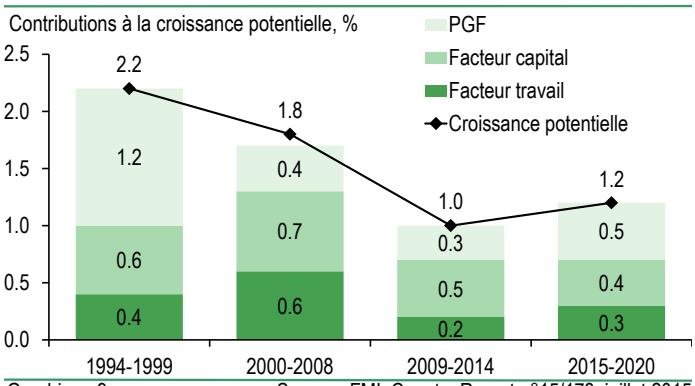


Graphique 8 Sources : FMI, OCDE, Commission européenne

La première marche à la baisse est due au fort ralentissement des gains de productivité globale des facteurs[13] et la deuxième aux conséquences de la crise financière au travers de son impact sur l'investissement et le chômage (*cf.* graphique 9). Et l'amélioration anticipée (estimation de la croissance potentielle rehaussée de 0,2 point, à 1,2%) reste limitée, pour ne pas dire non significative. Certes, la France n'est pas un cas isolé mais cela n'enlève rien à l'ampleur du problème. L'évolution du PIB par habitant illustre également bien la perte de dynamisme de l'économie française. Après avoir évolué au même rythme que le PIB par habitant de la moyenne des pays de l'OCDE du milieu des années 1970 à la fin des années 1990, un premier décrochage du PIB par habitant français s'est opéré dans les années 2000 suivi d'un second dans les années 2010 post-crise (*cf.* graphique 10).

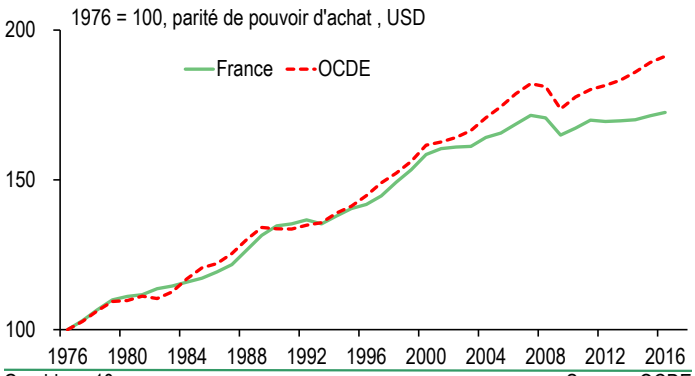
On retrouve naturellement, derrière cette perte de vitesse, les mêmes ingrédients du ralentissement de la croissance potentielle[14], notamment la faiblesse du taux d'activité et des gains de productivité du travail. Ce que l'OCDE relève également dans la section de son rapport 2017 « Réformes économiques : Objectif croissance » consacrée à la France. Ces deux leviers de croissance nous intéressent aussi plus spécifiquement pour leur caractère aisément identifiable.

Décomposition de la croissance potentielle française



Graphique 9 Source : FMI, Country Report n°15/178, juillet 2015

PIB réel par tête en France et dans la moyenne des pays de l'OCDE



Graphique 10 Source : OCDE

S'agissant du taux d'activité, et derrière lui le taux d'emploi[15], leur niveau relativement faible en France et stable, en particulier comparé à l'Allemagne, est un fait connu et régulièrement pointé du doigt (*cf.* graphique 11). Le potentiel de hausse, de rattrapage de ces indicateurs est conséquent. C'est une bonne nouvelle dans le sens où il existe, par ce biais, un potentiel de hausse également significatif de la croissance. Le côté mécanique du gain de croissance ainsi obtenu donne une impression de facilité.

[12] *Cf.* notre analyse plus détaillée dans *Les petits ruisseaux feront-ils une grande rivière ? De l'affaiblissement passé de la croissance potentielle française et de son redressement à venir*, Conjoncture n°3, mars 2014

[13] La productivité globale des facteurs (PGF) s'assimile au progrès technique. C'est la part résiduelle de la croissance expliquée ni par le facteur capital ni par le facteur travail. Elle dépend de facteurs tels que l'éducation, les infrastructures, les dépenses en R&D, l'organisation des processus de production. C'est le seul endroit dans cet article où nous faisons appel à cette notion. Par la suite, nous nous en tiendrons à la productivité horaire du travail, sachant que PGF et productivité du travail sont liées de la manière suivante, en partant d'une fonction Cobb-Douglas classique : $Y = AK^{ß}L^{1-ß}$, avec Y le PIB réel, L le facteur travail (exprimé en nombre d'heures travaillées), K le stock de capital, $ß$ la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée ; fonction qui, exprimée en taux de croissance, devient $y–ℓ=a+ß(k–ℓ)$, avec $y–ℓ$ les gains de productivité horaire du travail, a les gains de PGF et $k–ℓ$ la mesure de l'approfondissement de l'intensité capitalistique.

[14] Camille Thubin, *Le décrochage du PIB par habitant en France depuis 40 ans : pourquoi*, Lettre Trésor-Éco n°131, juin 2014

[15] Le taux d'activité rapporte la population active (somme des personnes en emploi et à la recherche d'un emploi) à la population en âge de travailler et le taux d'emploi rapporte le nombre de personnes en emploi à la population en âge de travailler.

Encadré 2: Réformes du Code du travail, l'étendue des changements

Une première réforme du Code du travail a été engagée par Myriam El Khomri, ministre du Travail sous François Hollande. Cette **première loi Travail**, dont l'intitulé complet est « loi relative au travail, à la modernisation du dialogue social et à la sécurisation des parcours professionnel », a été lancée en février 2016 et adoptée en juillet de la même année.

La lourdeur, la complexité du Code du travail et la forte protection de l'emploi, en contribuant à la rigidité et à la dualité du marché du travail, font partie des explications avancées (mais très débattues) au chômage de masse qui prévaut en France. La réforme vise à donner aux entreprises plus de souplesse et de visibilité dans la gestion de leur main d'œuvre, du temps de travail et des rémunérations, en fonction des variations de leur activité, l'objectif ultime étant de les inciter à embaucher plus, en CDI notamment. Pour ce faire, un des marqueurs de la réforme est de donner davantage de place à la négociation collective et aux accords d'entreprise afin que les décisions en matière d'organisation du travail soient prises au plus près de la réalité du terrain.

Pour les entreprises, on retiendra les changements suivants : les règles encadrant le licenciement économique sont précisées pour réduire l'incertitude entourant le processus ; les possibilités de dérogation aux 35h sont encore élargies et, avec elles, les modalités de rémunération des heures supplémentaires assouplies (la majoration de salaire peut être abaissée, les seuils de déclenchement relevés). La loi Travail étend également le champ des accords de maintien dans l'emploi : à la version « défensive » d'origine, en cas de difficultés conjoncturelles (introduite dans l'accord de janvier 2013 sur la sécurisation de l'emploi), est ajoutée une version « offensive » pour faire face à un développement de l'activité. L'accord collectif prévaut alors sur les dispositions du contrat individuel. Tout changement est conditionné au vote d'un accord majoritaire d'entreprise, c'est-à-dire signé par l'employeur et les syndicats ayant recueilli plus de 50% des voix (contre 30% précédemment). A défaut, un référendum auprès des salariés peut être organisé à l'initiative de syndicats représentant plus de 30% des suffrages.

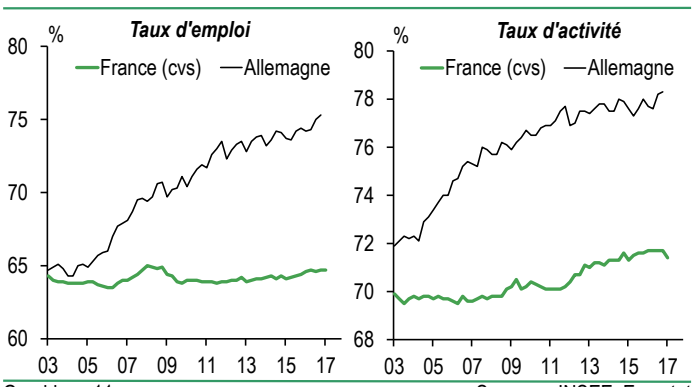
Du côté des travailleurs, l'accent est mis sur la création du Compte Personnel d'Activité. Il doit aider à sécuriser les parcours professionnels grâce à la portabilité des droits (formation, pénibilité). C'est un dispositif novateur, au potentiel important, une première étape vers le rattachement de la couverture sociale à la personne et non plus en fonction de l'emploi occupé comme aujourd'hui, mais dont le contenu doit encore être étoffé.

Une **seconde loi** est en cours de préparation depuis début mai 2017, portée par la nouvelle ministre du Travail, Muriel Penicaud, pour poursuivre et compléter le travail engagé avec la loi El Khomri. Cette nouvelle réforme du Code du travail se fixe trois objectifs : définir le bon niveau de négociation (ce qui relève de la loi, de l'accord d'entreprise, de l'accord de branche) et la bonne articulation entre ces niveaux ; simplifier et renforcer le dialogue social (via, notamment, la fusion des différentes instances représentatives du personnel) ; sécuriser les relations de travail (via, notamment, la mise en place d'un barème des dommages et intérêts versés à l'issue du procédure prud'homale).

Cette nouvelle réforme du Code du travail fait partie d'un **projet plus global de rénovation du modèle social**, qui s'articule autour de cinq autres réformes : le soutien au pouvoir d'achat des salariés (via la suppression des cotisations salariales maladie et chômage, financée par une hausse de la CSG) ; le renforcement de la formation professionnelle ; l'élargissement de l'assurance chômage aux démissionnaires et aux indépendants ; le développement de l'apprentissage ; la rénovation du système de retraite en un régime unique par points. Le tout vise à développer et parachever une flexisécurité à la française et, ce faisant, à contribuer à regagner en compétitivité et attractivité.

Les **effets à attendre** de ces remaniements du Code du travail sont difficiles à apprécier. Tout d'abord, il n'est pas certain que le Code du travail y perde en épaisseur compte tenu des strates supplémentaires (ce qui se décide au niveau de la loi, de la branche, de l'entreprise et ce qui prévaut en l'absence d'accord). L'enjeu est de gagner en clarté. Mais, tout comme le renforcement attendu du dialogue social, ce n'est pas gagné d'avance. Ensuite, les effets sur l'emploi sont ambivalents. Si l'objectif est davantage d'embauches, il faut s'attendre à ce qu'il y ait aussi plus de licenciements, à court terme du moins, avec un effet net incertain. Enfin, la modération recherchée du coût unitaire du travail est, de même, à double tranchant. Elle constitue, d'un côté, un facteur de soutien de la compétitivité des entreprises, et donc, in fine, de l'emploi, mais, de l'autre, elle pèse aussi sur les revenus salariaux et la consommation des ménages, et donc, in fine, sur l'emploi. Quel effet l'emporte, à quel horizon ? Le débat est difficile à trancher car de nombreux paramètres entrent en ligne de compte. Mais il semblerait que l'effet négatif sur la demande domine à court terme avant que l'effet positif sur l'offre ne l'emporte à long terme.

Taux d'emploi et taux d'activité en France et en Allemagne



Graphique 11 Sources : INSEE, Eurostat

Passer de la théorie à la réalité n'est cependant pas aussi simple : encore faut-il réaliser les réformes permettant d'aboutir à une telle utilisation plus optimale du facteur travail. Manifestement celles menées jusqu'ici n'ont pas suffi[16]. La dernière piste explorée en date est la réforme du Code du travail (*cf.* encadré 2). Il reste à voir si elle aura plus de succès.

S'agissant des gains de productivité du travail, leur épuisement est une caractéristique commune à nombre de pays avancés et fait l'objet d'un intense débat parmi les économistes[17]. Dans une note de janvier 2016, France Stratégie (organe de réflexion rattaché au Premier ministre) s'est intéressé au cas spécifique de la France[18] (*cf.* graphique 12). La

[16] *Cf.* notre tour d'horizon de la question dans *France : chômage, la profondeur du mal*, Conjoncture n°2, février 2015 et *France : chômage, mal ancien, nouveaux outils* Ecoweek n°13-24, 21 juin 2013

[17] Pour un tour d'horizon global, *cf.* Raymond Van der Putten, *Le ralentissement de la croissance de la productivité*, Conjoncture n°9-10, septembre-octobre 2016

[18] Arthur Sode, *Comprendre le ralentissement de la productivité en France*, France Stratégie, La Note d'analyse n°38, janvier 2016

première des raisons identifiées du décrochage par rapport aux Etats-Unis (communément pris comme référence car ils représentent la frontière technologique) est que les entreprises françaises ont insuffisamment investi dans les technologies de l'information et de la communication (TIC) et donc peu modernisé leur capital. Cela rejoint la problématique plus générale de la qualité de l'investissement des entreprises en France, déséquilibré en faveur de l'investissement en construction au détriment des investissements en machines et équipements, plus porteurs de progrès technique. L'investissement en France a aussi pour particularité d'être concentré dans un nombre restreint d'entreprises (en 2012, 75% des investissements ont été réalisés par 1% des entreprises). Qui plus est, l'investissement en R&D dans l'industrie manufacturière est lui-même concentré dans des sous-secteurs dont l'importance économique dans la valeur ajoutée est en voie de diminution[19]. Le tout constitue un facteur d'affaiblissement des gains de productivité et de la compétitivité des entreprises.

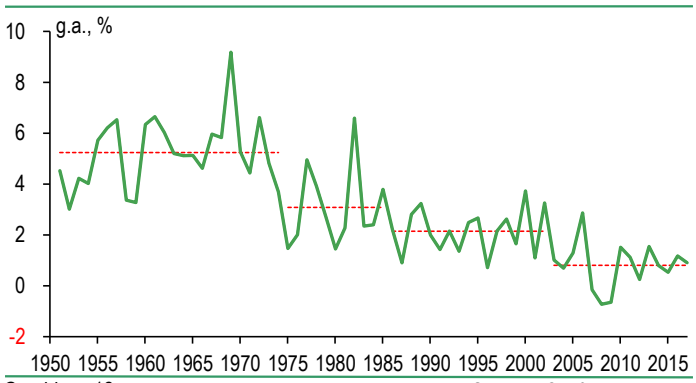
La deuxième raison identifiée de la faiblesse des gains de productivité français est le processus de destruction créatrice moins intense, c'est-à-dire le moindre renouvellement du tissu productif au travers de la disparition des entreprises les moins productives et du développement des plus productives et innovantes[20], ce dernier étant freiné davantage par des barrières à la croissance des entreprises que par des barrières à l'entrée[21].

Mais comme pour le taux d'emploi, la correction de ces faiblesses laisse entrevoir un réservoir important de croissance, au travers d'un accroissement des gains de productivité horaire du travail : un surplus que France Stratégie estime à environ un demi-point par an pendant une dizaine d'années (à l'image de ce qui a été observé aux Etats-Unis entre 1995 et 2004 pendant la vague des TIC et de la « nouvelle économie »). Pour ce faire, d'après le *think tank*, les trois leviers clés à actionner sont : la formation, l'innovation et la mobilité.

Les nombreuses mesures mises en place visant à réduire le chômage, notamment en enrichissant le contenu en emplois de la croissance, ont aussi leur rôle dans l'évolution de la productivité du travail en France (*cf.* tableau 3). France Stratégie en fournit une clé de lecture, que nous retranscrivons ici : « *La mise en place des 35 heures à partir de 2000 a eu un effet ambigu sur la productivité : d'un côté, la réduction du temps de travail a augmenté la productivité horaires des personnes en emploi ; de l'autre, elle a pu accroître l'intensité de la croissance en emploi et donc réduire la productivité. La hausse continue du SMIC depuis 15 ans a pu accroître le niveau de la productivité apparente du travail en réduisant l'accès à l'emploi des moins qualifiés. Les allègements de charges et le CICE ont eu l'effet inverse. La création du statut d'auto-entrepreneur ou les emplois aidés ont exercé un effet positif sur l'emploi des moins qualifiés mais négatif sur la productivité.* »

Les leçons à tirer de ces observations, pour la politique économique future, sont malaisées dès lors que la baisse du chômage tend à se faire au détriment des gains de productivité, et inversement. La voie de passage serait d'axer plus nettement les efforts de redressement des gains de productivité sur la formation, l'innovation et la mobilité comme le met en avant France Stratégie, c'est-à-dire jouer sur la qualité du facteur travail plutôt que sur sa quantité, ce qui rendrait les deux objectifs complémentaires et non plus substituables.

Gains de productivité horaire du travail en France sur longue période



Graphique 12 Source : Conference Board

Tableau 3 : Effets des mesures sur le marché du travail

Mesures \ Effets	Sur l'emploi	Sur la composition de la population active	Sur la productivité horaire hors effets de composition	Sur le niveau de la productivité
Allègements de cotisations et CICE	+	Entrée des non qualifiés	Neutre	--
35 heures	+	Neutre	++	+
Hausse du SMIC	--	Sortie des non qualifiés	Neutre	++
Statut des auto-entrepreneurs	+	Entrée des non qualifiés	Neutre	-
Emplois aidés	+	Entrée des non qualifiés	Neutre	-

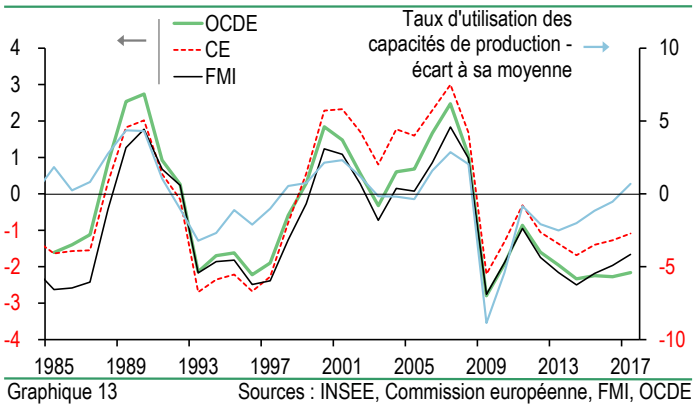
Source : France Stratégie (Sode, 2016)

A la question « Où sont les réserves de croissance ? », on pourrait aussi répondre, tout simplement, « dans la croissance elle-même ». Il existe, en effet, d'une part, une réserve de croissance « mécanique », celle permettant de combler l'écart de production encore significativement négatif aujourd'hui, de rattraper le retard de croissance accumulé ces dernières années (*cf.* graphique 13). Jusqu'ici, cette croissance spontanée plus élevée, supérieure à la croissance potentielle, n'a pas été au rendez-vous pour toutes les raisons évoquées plus haut. La question se pose aussi de la contrainte exercée par la faiblesse même de la croissance potentielle, son affaiblissement entraînant, en retour, celui de la croissance effective, selon une causalité inverse à celle établie.

[19] Industrie automobile, produits informatiques, électroniques et optiques et produits pharmaceutiques (*cf.* Commission européenne, Rapport 2017 pour la France).
[20] Bartelsman E., Haltiwanger J. et Scarpetta S. (2009), *Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection*, NBER Working Paper n° 15490.
[21] *Cf.* OFCE, Département Innovation et concurrence, *L'état du tissu productif français : absence de reprise ou véritable décrochage ?,* policy brief n°6, 9 novembre 2016.

Mais d'autre part, en s'appuyant sur cette même causalité, remise dans le bon sens, un redressement de la croissance réelle plus net (ce que l'embellie conjoncturelle du premier semestre 2017 laisse entrevoir) pourrait aussi enclencher un nouveau cercle vertueux : le renforcement de la croissance effective entraînerait à sa suite celui de la croissance potentielle *via* notamment l'accumulation du capital. La croissance potentielle pourrait y gagner quelques dixièmes de points de pourcentage, une amélioration nécessaire mais insuffisante. Rehausser durablement et nettement la croissance potentielle, au-delà des projections actuelles à 1,2%, passe par un redressement conjoint du taux d'activité de la population et des gains de productivité.

France : différentes mesures de l'écart de production



Graphique 13 Sources : INSEE, Commission européenne, FMI, OCDE

Pour terminer, il existe une dernière manière d'obtenir plus de croissance : c'est de mieux la mesurer. Le débat n'est pas nouveau. En 1987 déjà, Robert Solow s'inquiétait de voir des *« ordinateurs partout sauf dans les statistiques de productivité »*. La question reste plus que d'actualité aujourd'hui au regard des bouleversements technologiques des vingt dernières années. Dans des travaux récents, Philippe Aghion met l'accent sur le processus de destruction créatrice, la surestimation de l'inflation qui s'en suit (elle serait plus basse si la qualité, plus élevée, des nouveaux produits était mieux prise en compte) et la sous-estimation de la croissance qui en découle[22] : d'après ses calculs, la croissance française aurait été ainsi sous-estimée de moitié environ, chaque année, entre 2006 et 2013 (« vraie » croissance de 1% par an au lieu d'une croissance « mesurée » de 0,4% par an)[23].

Compétitivité: des efforts, partiellement récompensés

Le redressement de la croissance va de pair avec celui de la compétitivité, celle-ci étant un facteur de développement des exportations, de l'investissement et de l'emploi. Or, des trois chantiers majeurs de l'économie (avec le redressement des comptes publics et celui du marché du travail), c'est celui de la compétitivité qui a le plus avancé. Les mesures prises en ce sens (CICE et Pacte de responsabilité) ont porté leurs tous premiers fruits. Nous les passerons en revue dans une première sous-partie. Mais nous sommes encore loin de pouvoir conclure que la France a retrouvé sa compétitivité perdue. Des progrès certains ont été accomplis sur le front de la compétitivité-coût mais il y a encore matière à l'améliorer. Quant à la compétitivité hors-prix, elle a fait l'objet de mesures dédiées mais qui n'ont pas été suivies d'effets, en tout cas pas de manière visible à ce stade. L'accent avait pourtant été mis sur l'importance de son amélioration, au même titre que celle de la compétitivité-coût. Il faut donc remettre le métier sur l'ouvrage. Certains de ces problèmes persistants seront abordés dans la deuxième sous-partie.

Tenants et aboutissants de la remontée du taux de marge

La perte de compétitivité de l'économie française est évaluée à l'aune de nombreux indicateurs. L'importance du déficit commercial et des pertes de parts de marché à l'exportation en sont les principales manifestations. Mais la faiblesse de la compétitivité de l'économie française est aussi associée à la faiblesse du taux de marge de ses entreprises, au coût élevé du travail, à la faible part de l'industrie dans la valeur ajoutée.

Si nous pouvons parler aujourd'hui d'une amorce de restauration de la compétitivité de l'économie française, c'est parce que certains de ces indicateurs montrent des premiers signes d'amélioration. Par ordre croissant d'importance, il s'agit : des parts de marché (qui ne baissent quasiment plus, *cf.* graphique 14[24]), des coûts salariaux unitaires (qui progressent sensiblement moins vite, *cf.* tableau 5 *infra*) et du taux de marge des entreprises (qui s'est nettement redressé, *cf.* graphique 15).

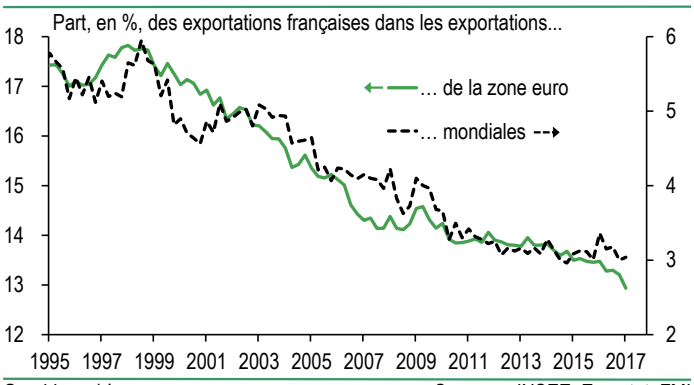
Dans cette section, nous nous focalisons sur le taux de marge. Son redressement est, en effet, un élément-clé de celui de la compétitivité, pouvant rompre le cercle vicieux à l'œuvre. L'enchaînement est le suivant : d'un côté, les entreprises sont confrontées à la pression de la concurrence et à un positionnement globalement milieu de gamme de leur production, ce qui tire vers le bas leur prix de vente ; de l'autre, elles sont confrontées à la progression relativement rapide du coût du travail. Il en résulte une forte pression sur les marges, qui pèse, en retour, sur la capacité de développement et d'investissement au sens large (capital physique, humain, financier, immatériel ; innovation ; R&D ; marketing ; internationalisation), donc sur la compétitivité et notamment sa composante hors-prix. Dit autrement, un mauvais rapport qualité-prix fait perdre des parts de marché, incite à serrer les prix, et entraîne une compression des marges, etc. L'interdépendance est grande entre compétitivité-prix et hors-prix. Le problème semble même inextricable. Justement, le redressement du taux de marge est un rouage important de la machine et un bon moyen de (commencer à) s'extraire du cercle vicieux.

[22] Philippe Aghion, Antonin Bergeaud, Timo Boppart, Peter J. Klenow, Huiyu Li, *Missing Growth from Creative Destruction*, mimeo, mars 2017

[23] Philippe Aghion, Antonin Bergeaud, Timo Boppart et Simon Bunel, *Missing Growth and Firm Dynamics in France*, intervention inaugurale, congrès de l'AFSE, 19-21 juin 2017, à paraître

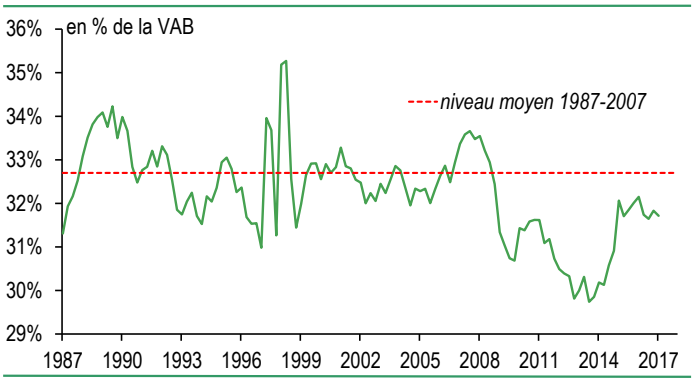
[24] La forte baisse, en fin de période sur le graphique, de l'indicateur de parts de marché dans les exportations de la zone euro porte la trace du repli marqué, mais ponctuel, des exportations françaises au premier trimestre 2017.

Parts de marché à l'export de la France



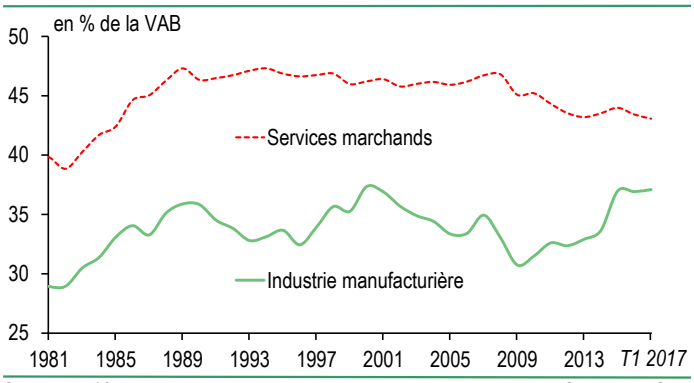
Graphique 14 Sources : INSEE, Eurostat, FMI

Taux de marge des sociétés non financières françaises



Graphique 15 Source : INSEE

France : taux de marge par branches, dans l'industrie manufacturière et les services marchands (tous types d'entreprises confondus)



Graphique 16 Source : INSEE

D'où l'importance de sa remontée importante dans les faits : c'est même l'indicateur économique qui s'est le plus visiblement amélioré au cours des cinq dernières années. Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) a, en effet, regagné un peu plus de deux points depuis son point bas de 29,7% au troisième trimestre 2013. Proche de 32% au premier trimestre 2017, il a rattrapé une bonne partie du terrain perdu pendant la crise. Ces évolutions permettent de voir le verre à moitié plein. Elles ne doivent cependant pas occulter la partie du chemin qui reste à parcourir pour, *a minima*, revenir à son niveau moyen d'avant-crise, environ un point plus haut, et, au mieux, le dépasser franchement afin de retrouver des marges confortables. L'évolution des taux de marge par branches laisse aussi circonspect, le signal positif de la nette amélioration dans l'industrie manufacturière étant contrebalancé par l'absence d'amélioration dans les services marchands (*cf.* graphique 16). Si les mesures diverses d'allègement du coût du travail (CICE, Pacte de responsabilité, prime à l'embauche dans les PME) ont largement contribué au redressement du taux de marge, la forte baisse des prix du pétrole en 2014-2015 a aussi beaucoup aidé.

Dans le tableau 4, qui reprend la décomposition comptable du taux de marge des SNF effectuée par l'INSEE, l'effet des mesures d'allègement du coût du travail est visible dans la baisse du taux de cotisation employeur et dans la contribution positive des « autres facteurs » (qui regroupent, notamment, les impôts sur la production nets des subventions, dont le CICE, enregistré par la comptabilité nationale comme une subvention aux entreprises). L'effet de la baisse des prix du pétrole est, quant à lui, visible dans l'amélioration du ratio prix de la valeur ajoutée sur prix de la consommation, lui-même influencé par les évolutions des termes de l'échange (ratio prix des exportations sur prix des importations).

Tableau 4 :
Décomposition comptable du taux de marge des SNF françaises*

	2012	2013	2014	2015	2016	2013/ 2016
Taux de marge (en niveau)	**30,3**	**30,0**	**30,4**	**31,9**	**31,8**	**-**
Variation du taux de marge	**-0,9**	**-0,3**	**0,5**	**1,5**	**-0,1**	**1,9**
Contribution à la variation du taux de marge						
-Des gains de productivité (+)	0,0	0,7	0,7	0,5	0,0	1,2
-Du salaire réel par tête (-)	0,3	0,5	0,7	0,6	0,9	2,2
-Du taux de cotisation employeur (-)	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
-Du ratio prix de la valeur ajoutée sur prix de la consommation (+)	-0,3	-0,1	0,0	0,7	0,6	1,2
-D'autres facteurs (+)	-0,2	-0,2	0,7	0,7	0,1	1,5

* La variation du taux de marge (TM) se décompose de façon comptable entre :
- les évolutions de la productivité (Y/L), avec Y la valeur ajoutée et L l'emploi, et du ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation, ou termes de l'échange (P_{va}/P_c), qui jouent positivement
- les évolutions du salaire moyen par tête réel ($SMPT/P_c$) et du taux de cotisation employeur (mesuré par le ratio W/SMPT, où W représente le coût du travail par tête), qui jouent négativement
- d'autres facteurs : il s'agit notamment des impôts sur la production nets des subventions, dont le CICE (enregistré par la comptabilité nationale comme une subvention aux entreprises)

Cette décomposition est synthétisée dans l'équation suivante :

$$TM = \frac{EBE}{VA} = 1 - \frac{W.L}{Y.Pva} + autres\ facteurs$$
$$= 1 - \frac{L}{Y} * \frac{W}{SMPT} * \frac{SMPT}{Pc} * \frac{Pc}{Pva} + autres\ facteurs$$

Source : INSEE

Ces facteurs de hausse du taux de marge ont néanmoins été compensés, en partie, par la contribution plus souvent négative que positive de l'évolution du salaire réel « unitaire » par tête (hausse du salaire réel par tête supérieure aux gains de productivité). On retrouve ici le problème de la faiblesse des gains de productivité du travail.

Cette décomposition comptable permet aussi de comprendre pourquoi la remontée du taux de marge est importante dans l'industrie et quasi-inexistante dans les services. Ainsi, les branches « fabrication de matériels de transports » et « services de transport » ont particulièrement, et pleinement, bénéficié de la baisse du prix du pétrole. Et à cet effet positif sur les termes de l'échange s'est ajouté celui de la dépréciation de l'euro, dont a spécifiquement bénéficié la branche « fabrication de matériels de transports ». Les contrats d'exportations dans l'aéronautique sont, en effet, majoritairement libellés en dollars. Il s'ensuit une forte hausse, mécanique, du prix des exportations correspondantes, une fois converti en euros. Quant aux mesures de baisse du coût du travail, comme elles sont concentrées sur les salaires jusqu'à 2,5 Smic, elles ont plus bénéficié aux branches les plus intensives en main d'œuvre où les salaires se situent dans cette tranche, soit des activités de services essentiellement. Mais l'effet favorable de ces mesures a été contrebalancé par la dynamique des salaires, laissant le taux de marge quasi-stable.

L'évolution des coûts salariaux unitaires (CSU), qui agrègent des éléments du taux de marge (ils rapportent le coût global du travail – somme des charges patronales et du salaire – aux gains de productivité), apporte un éclairage complémentaire, un peu plus mitigé, sur le degré d'amélioration de la compétitivité-coût de l'économie française. Les points positifs tout d'abord. Le premier est la progression nettement ralentie des CSU, passée d'un rythme annuel moyen de 1,9% entre 1999 et 2010 à 1,0% entre 2011 et 2016.

Ce ralentissement est entraîné par celui du coût du travail mais modéré par le freinage parallèle des gains de productivité (*cf.* tableau 5). Le deuxième point positif est que la France a regagné en compétitivité-coût par rapport à l'Allemagne, où la progression des CSU a, nettement, accéléré entre les deux périodes. En revanche, la compétitivité-coût de la France se détériore désormais vis-à-vis de l'Espagne où les CSU ont fléchi plus nettement encore. Par rapport à la zone euro dans son ensemble, la France reste ainsi confrontée à une légère détérioration de sa compétitivité-coût (*cf.* graphique 17).

La partie immergée de l'iceberg

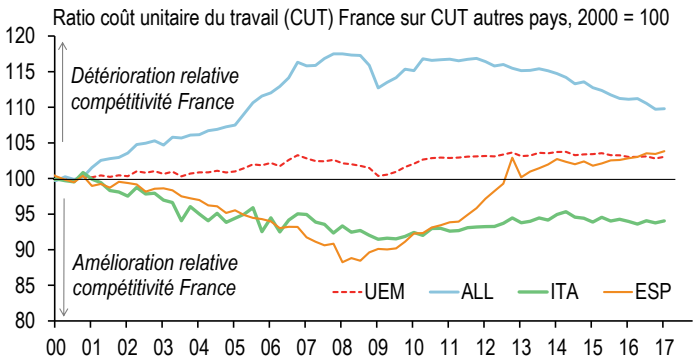
Malgré les signes d'amélioration évoqués sur le front de la compétitivité, un goût d'inachevé domine toutefois. Le bilan positif se limite au redressement (partiel) du taux de marge et au seul ralentissement des CSU (pas de baisse) et des pertes de parts de marché (pas de gains). Quant aux effets plus généraux du CICE en particulier, et de la politique de l'offre en général menée depuis 2013, en termes de relance de l'emploi, de l'investissement, de la R&D et des exportations, ils sont en suspens et restent à identifier, à mesurer. C'est ce qui ressort du rapport 2016 du comité de suivi du CICE qui s'est livré à une première évaluation des effets du seul CICE sur 2013-2014, des conclusions préliminaires mitigées confirmées par les travaux complémentaires qui ont suivi quelques mois plus tard[25].

Tableau 5 :
Evolution comparée des coûts salariaux unitaires

		France	Allemagne	Zone euro	Italie	Espagne
Coût unitaire du travail	*Croissance annuelle moyenne 1999-2010*	1,9%	0,6%	1,7%	2,6%	2,8%
	Croissance annuelle moyenne 2011-2016	1,0%	1,8%	0,9%	0,8%	-0,8%
Gains de productivité horaire du travail	*Croissance annuelle moyenne 1999-2010*	0,8%	0,8%	0,7%	-0,1%	0,6%
	Croissance annuelle moyenne 2011-2016	0,5%	0,4%	0,5%	-0,5%	0,8%
Coût du travail	*Croissance annuelle moyenne 1999-2010*	2,8%	1,2%	2,4%	2,4%	3,2%
	Croissance annuelle moyenne 2011-2016	1,5%	2,5%	1,5%	0,4%	0,2%

Source : OCDE

Compétitivité relative



Graphique 17 Source : OCDE

Qu'il y ait aussi peu d'effets en début de période n'est certes pas surprenant compte tenu de la longueur des délais d'action et des autres mesures de politique économique qui sont venues interférer et contrecarrer les effets du CICE[26]. Ces mesures « négatives » se

[25] France Stratégie, Comité de suivi du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, Rapport 2016 (septembre 2016) et document complémentaire au rapport 2016 (mars 2017).

[26] Pour un compte-rendu plus détaillé du rapport du comité de suivi, *cf. France : Le CICE doit encore faire ses preuves*, Ecoweek n°16-35, 14 octobre 2016.

rangent dans deux catégories : celles qui ont rehaussé le coût du travail[27] (quand le CICE cherche à l'abaisser) et celles consacrées au financement même du CICE (économies budgétaires, hausse de la TVA et de la fiscalité écologique). Le facteur temps aidant, les mesures négatives en moins, des mesures positives en plus (Pacte de responsabilité et loi Macron notamment), on peut raisonnablement s'attendre à des résultats plus probants de l'analyse des données sur 2015 et 2016 et au-delà. A quel point, c'est toute la question. Début de réponse cet automne dans le cinquième rapport d'évaluation du comité de suivi du CICE.

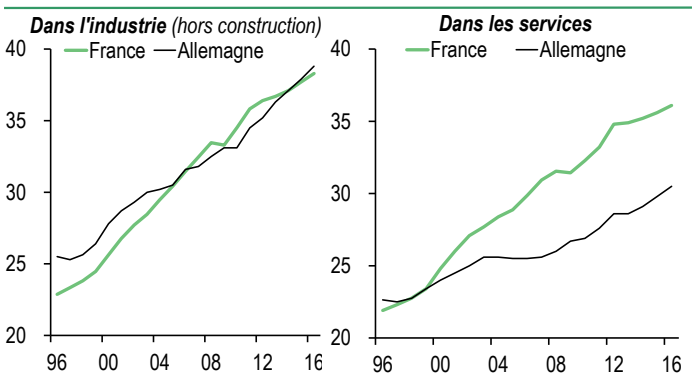
Au regard des progrès accomplis et de ce qu'il reste à faire pour être plus compétitif (regagner des parts de marché, monter en gamme, accroître les gains de productivité, améliorer la R&D, rejoindre le camp des pays *leaders* en matière d'innovation, étoffer et dynamiser le tissu productif, augmenter le nombre d'ETI exportatrices, faire remonter la part de l'industrie dans la valeur ajoutée, réduire la composante structurelle du déficit extérieur hors énergie), la tâche reste immense et nous ne sommes même pas à mi-chemin. Une nouvelle fois, nous nous faisons l'écho des conclusions de France Stratégie, qui identifie les problèmes persistants suivants en réponse précisément à cette question de savoir ce qu'il reste à faire en matière de compétitivité[28] :

- la confirmation de la maîtrise des coûts salariaux relatifs ;
- le coût élevé des intrants non salariaux, en particulier des prix de l'immobilier et des services aux entreprises, dont souffre le secteur exportateur (ce que nous appelons la partie immergée de l'iceberg et sur laquelle nous allons revenir plus en détail ci-après) ;
- la compétitivité hors-prix des entreprises qui peut être améliorée (la France se classe au 7ème rang des pays de l'OCDE d'après une analyse du CAE[29]), en comblant le déficit de compétences dans la population active au travers de la formation des jeunes comme des actifs[30], en améliorant la qualité du management des entreprises[31], en augmentant la diffusion du numérique au sein du tissu productif, en réduisant la complexité d'un cadre réglementaire insuffisamment propice au développement des entreprises, en particulier les jeunes entreprises innovantes[32].

La faiblesse de la compétitivité française est un problème important et complexe. Le sujet spécifique de la compétitivité-coût est assez bien identifié mais, derrière la partie émergée de l'iceberg bien connue, focalisée sur le secteur exportateur (dit « exposé »), il existe une importante partie immergée, englobant la sphère dite « abritée », soit le secteur des biens et services non échangeables.

La question de la compétitivité concerne, certes, au premier chef les entreprises qui produisent des biens et services échangeables mais leur compétitivité est aussi affectée par la performance des entreprises des secteurs abrités. Parmi les coûts de production d'une entreprise « exposée », on trouve, en effet, le coût du travail, direct, de ses propres employés auquel s'ajoute une composante indirecte, celle qui est intégrée aux prix des consommations intermédiaires et autres intrants non salariaux de cette entreprise. L'industrie étant fortement consommatrice de services marchands, elle s'avère aussi sensible au coût du travail dans ces secteurs. Or, le coût horaire du travail dans les services est relativement élevé en France, par rapport à son niveau dans l'industrie et comparé aussi à son niveau en Allemagne (*cf.* graphique 18). La rapidité de sa progression, comparée à son évolution outre-Rhin, frappe également.

Coût horaire du travail en euros, en France et en Allemagne, dans l'industrie et les services



Graphique 18 Source : Eurostat

Et ce coût élevé est plus facilement répercuté dans les prix des services compte tenu d'une moindre pression concurrentielle. Le graphique 19 illustre bien ce plus grand pouvoir de fixation de ses prix du secteur des biens et services non échangeables (forte progression du déflateur de la VAB) que du secteur des biens échangeables (déflateur entre stagnation et baisse). Or, ces prix plus élevés des biens et services non échangeables viennent, *in fine*, renchérir le coût des intrants consommés par l'entreprise « exposée », et donc peser sur sa compétitivité. Baisser le prix relatif de ces biens et services non échangeables contribuerait donc à améliorer cette compétitivité.

[27] Annualisation du calcul des exonérations sur les bas salaires (janvier 2011) ; réintégration des heures supplémentaires dans l'assiette du calcul des exonérations Fillon (janvier 2012) ; fin de la défiscalisation des heures supplémentaires (septembre 2012) ; hausse du forfait social (août 2012) ; hausse des cotisations vieillesse (novembre 2012) ; majoration des cotisations à l'assurance-chômage sur les contrats courts (janvier 2013) ; revalorisations annuelles du SMIC.

[28] Vincent Aussilloux et Arthur Sode, *Compétitivité : que reste-t-il à faire ?*, France Stratégie Enjeux, mars 2016

[29] Maria Bas, Lionel Fontagné, Philippe Martin et Thierry Mayer, *A la recherche des parts de marché perdues* , notes du conseil d'analyse économique, n°23, mai 2015

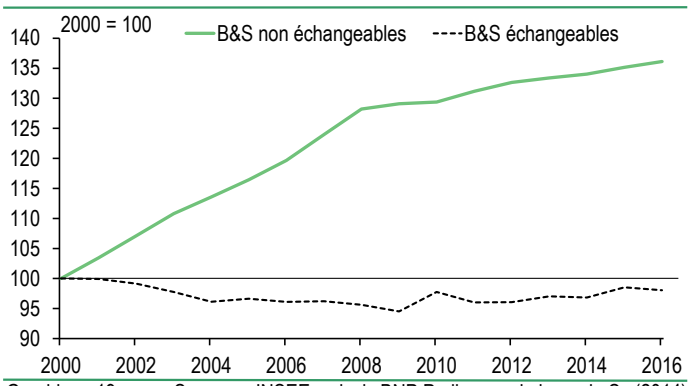
[30] Un déficit visible dans les mauvais scores de la France dans les enquêtes PIIAC qui serait dû essentiellement : au caractère tardif de la massification de l'enseignement en France ; à la mauvaise performance de l'enseignement initial, comme l'attestent les différentes enquêtes PISA ; à la faiblesse de la formation continue qui contribue à accélérer l'obsolescence du capital humain tout au long de la vie professionnelle.

[31] La littérature récente sur la productivité identifie qu'une part substantielle des écarts entre pays réside dans la qualité du management et des pratiques organisationnelles. Or, la France semble accuser un retard important en matière de bonnes pratiques managériales, une faiblesse qui serait directement liée au déficit de compétences de la population active et au moindre renouvellement du tissu productif, auxquels viendraient s'ajouter des facteurs d'ordre culturel (*cf.* Aussilloux-Sode, 2016, *op. cit.*).

[32] Les propositions de réformes de l'impôt sur les sociétés et des revenus du capital avancées par le nouveau gouvernement entrent dans ce champ et sont un autre vecteur important du redressement de la compétitivité.

Cette baisse peut être obtenue *via* une modération du coût du travail (salaires comme charges patronales), un accroissement des gains de productivité, ou encore une réduction des rentes induites par une concurrence insuffisante.

Déflateur de la VAB dans le secteur des biens et services (B&S) échangeables et non échangeables



Graphique 19 Sources : INSEE, calculs BNP Paribas sur la base de Sy (2014)[33]

Ce qui nous amène à la question du ciblage des allègements de charges. S'il s'agit de soutenir l'emploi - et uniquement l'emploi - un ciblage sur les bas salaires (disons dans la limite de 1,5-1,6 Smic) est le plus efficace, indiscutablement. Dès lors qu'il s'agit de soutenir, aussi, la compétitivité, la question est sujette à débat.

Un ciblage étroit, sur les bas salaires, peut avoir des effets positifs compte tenu de ce que nous venons d'écrire, et donc suffire. Cela permet, au passage, de limiter le coût d'une telle mesure et le risque d'un « arrosage » au bénéfice de secteurs qui n'en auraient pas besoin. Mais c'est prendre un autre risque, celui d'alimenter une trappe à bas salaires (lorsque l'entreprise limite ses embauches et les augmentations de salaires pour ne pas dépasser le seuil des 1,5-1,6 Smic et ainsi continuer à bénéficier des allègements de charges).

Ce serait aussi se priver des effets d'un ciblage plus large, répondant mieux à l'objectif d'un soutien à la compétitivité en bénéficiant plus nettement aux secteurs les plus exposés à la concurrence internationale (où les salaires sont plus élevés). D'autant plus que ces secteurs ont des effets d'entraînement importants en termes de créations d'emplois[34] et que même les secteurs abrités, à bas salaires, en profiteraient s'il est vrai qu'ils consomment davantage de biens et services des secteurs à hauts salaires que l'inverse[35]. Cette vision des choses l'a emporté au regard du ciblage large retenu dans le CICE (2,5 Smic) et le Pacte de responsabilité (3,5 Smic).

Conclusion

S'il hérite d'une situation économique en voie de redressement, le nouvel exécutif français ne manque pas de défis à relever. Les progrès accomplis sont d'ampleur limitée et nombre de problèmes persistent. Cela vaut pour la croissance comme pour la compétitivité, les deux problématiques abordées ici.

S'agissant de la croissance, de retour depuis 2013, sa caractéristique principale est son manque de vigueur jusqu'en 2016 (tout juste 1% par an en moyenne sur la période). Cette faiblesse est pour partie conjoncturelle mais elle porte aussi la trace d'une faiblesse structurelle, celle de la croissance potentielle, à peine supérieure à 1% selon les estimations actuelles. Le redressement de cette dernière reste à venir. Mais il paraît à portée de main au regard de l'important potentiel de hausse du taux d'activité et des gains de productivité du travail. L'exploitation de ces réserves de croissance, qui semblent facilement mobilisables pourvu que les mesures idoines soient prises, rapprocherait la croissance potentielle française des 2%. Les leviers clés sur lesquels jouer sont la formation, l'innovation et la mobilité.

S'agissant de la compétitivité, dont le redressement est nécessaire à celui de la croissance, sa restauration est en bonne voie, notamment au travers de la remontée du taux de marge des entreprises. Mais c'est loin d'être suffisant. La maîtrise des CSU est le chantier le plus avancé mais elle reste à confirmer et à amplifier. Le chantier de l'amélioration de la compétitivité hors-prix doit être relancé, au travers d'un renforcement des mesures dédiées existantes. Les leviers sur lesquels jouer sont les mêmes que ceux pour rehausser la croissance potentielle : formation et innovation, auxquelles s'ajoute la mise en place d'un cadre réglementaire plus nettement propice au développement des entreprises. Enfin, il est un chantier où tout reste à faire : celui du coût élevé des intrants non salariaux dont souffre le secteur exportateur. L'abaissement de ce coût passe par les remèdes déjà évoqués de modération du coût du travail et d'augmentation des gains de productivité, dans les secteurs abrités cette fois, et aussi par un autre levier à ne pas négliger, celui d'une concurrence accrue.

Ces différentes thématiques (formation, innovation, mobilité, productivité, concurrence, prise de risque, entreprenariat), qui se regroupent autour de l'idée d'une plus grande liberté d'agir, et en même temps, d'une plus grande égalité des chances, ont été très présentes durant la campagne électorale d'Emmanuel Macron. Charge à lui, maintenant, de transformer les mots en actes et en résultats.

Achevé de rédiger le 24 juillet 2017

helene.baudchon@bnpparibas.com

[33] Mouhamadou Sy, *Réduire le déficit des échanges extérieurs de la France. Le rôle du taux de change interne*, La note d'analyse, France Stratégie, septembre 2014

[34] D'après les travaux de Philippe Frocrain et Pierre-Noël Giraud, pour La Fabrique de l'Industrie, la création de 100 emplois « exposés » entraînerait la création de 64 emplois « abrités » (*Les emplois exposés et abrités en France,* Les Synthèses de La Fabrique, n°9, septembre 2016).

[35] Gilles Koléda, *Allègements du coût du travail : pour une voie favorable à la compétitivité*, Rapport de la Fabrique de l'industrie, juin 2013.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

- **William DE VIJLDER** — Chef Economiste — +33(0)1 55 77 47 31 — william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

- **Jean-Luc PROUTAT** — Responsable — +33.(0)1.58.16.73.32 — jean-luc.proutat@bnpparibas.com
- **Alexandra ESTIOT** — Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation — +33.(0)1.58.16.81.69 — alexandra.estiot@bnpparibas.com
- **Hélène BAUDCHON** — France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail — +33.(0)1.58.16.03.63 — helene.baudchon@bnpparibas.com
- **Frédérique CERISIER** — Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal — +33.(0)1.43.16.95.52 — frederique.cerisier@bnpparibas.com
- **Thibault MERCIER** — Zone euro (conjoncture et politique monétaire),France (réformes structurelles) — +33.(0)1.57.43.02.91 — thibault.mercier@bnpparibas.com
- **Catherine STEPHAN** — Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies — +33.(0)1.55.77.71.89 — catherine.stephan@bnpparibas.com
- **Raymond VAN DER PUTTEN** — Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme — +33.(0)1.42.98.53.99 — raymond.vanderputten@bnpparibas.com
- **Tarik RHARRAB** — Statistiques — +33.(0)1.43.16.95.56 — tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

- **Laurent QUIGNON** — Responsable — +33.(0)1.42.98.56.54 — laurent.quignon@bnpparibas.com
- **Céline CHOULET** — +33.(0)1.43.16.95.54 — celine.choulet@bnpparibas.com
- **Thomas HUMBLOT** — +33.(0)1.40.14.30.77 — thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

- **François FAURE** — Responsable - Argentine — +33.(0)1 42 98 79 82 — francois.faure@bnpparibas.com
- **Christine PELTIER** — Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d' Asie du Nord — +33.(0)1.42.98.56.27 — christine.peltier@bnpparibas.com
- **Stéphane ALBY** — Afrique francophone — +33.(0)1.42.98.02.04 — stephane.alby@bnpparibas.com
- **Sylvain BELLEFONTAINE** — Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud — +33.(0)1.42.98.26.77 — sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
- **Sylvain BERSINGER** — Angola, Nigeria, Afrique du Sud — +33.(0)1.42.98.02.45 — sylvain.bersinger@bnpparibas.com
- **Pascal DEVAUX** — Moyen Orient, Balkans — +33.(0)1.43.16.95.51 — pascal.devaux@bnpparibas.com
- **Anna DORBEC** — CEI,Europe centrale — +33.(0)1.42.98.48.45 — anna.dorbec@bnpparibas.com
- **Johanna MELKA** — Asie, Russie — +33.(0)1.58.16.05.84 — johanna.melka@bnpparibas.com

- **Michel BERNARDINI** — Contact Média — +33.(0)1.42.98.05.71 — michel.bernardini@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES

CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.
BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.
Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.
Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.
Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.
Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.
Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.
Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.
Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site https://globalmarkets.bnpparibas.com

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
http://economic-research.bnpparibas.com

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE APPLICATION ECO NEWS POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder
Achevé de rédiger : Avril 2017

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change