

Les grands chantiers de l'économie française

Hélène Baudchon

L'économie française est mal en point à bien des égards. Le taux de chômage y atteint 10%. Elle cumule un déficit budgétaire et un déficit commercial, tous deux élevés (5,2% du PIB pour le premier en 2011 et 3,5% pour le second). La dette publique frôle les 90% du PIB. Les entreprises sont handicapées par la faiblesse de leur taux de marge, un symptôme parmi d'autres de leur perte de compétitivité. L'industrie est en recul et ne compte plus que pour 13% de la valeur ajoutée brute totale. La croissance française est bien plus souvent qualifiée de molle que de vigoureuse. A juste titre, au regard d'un rythme annuel moyen d'à peine plus de 1% au cours des dix dernières années (2001-2011), soit un point de moins par rapport aux dix années précédentes et à mettre aussi en regard d'une moyenne historique de 3,3% (1950-2011).

Ces performances médiocres ne doivent cependant pas faire oublier des points forts, toujours nombreux et à partir desquels un redressement est possible. Pour reprendre l'expression de Valéry Giscard d'Estaing, la France est une « grande puissance moyenne », dont les sources de richesse sont diversifiées et la démographie dynamique. Les ménages disposent d'un confortable matelas d'épargne. L'endettement du secteur privé est dans les limites du raisonnable. Début 2012, la dette française, bien que sous surveillance des agences de notation, fait partie des valeurs refuge, une sûreté qui se paie d'un rendement historiquement bas de 3% sur l'OAT 10 ans. La France compte de nombreuses multinationales de renom parmi les *leaders* mondiaux¹ et dispose d'un savoir-faire incontesté dans de nombreux secteurs d'activité (aéronautique, BTP, luxe, agroalimentaire, pétrole, services aux collectivités, santé...).

Les difficultés économiques rencontrées par la France ont rejailli sur la campagne électorale. La politique économique au sens large (budgétaire,

industrielle, emploi...) y aura donc eu une place à part. Le but, ici, n'est cependant pas de revenir *in extenso* sur les programmes mais de planter le décor, de faire le point sur les chantiers à lancer et les défis à relever. Les enjeux sont grands (une nouvelle dynamique de croissance) et les cinq prochaines années déterminantes.

2007-2012 : la France à l'épreuve de la crise

Croissance malmenée

Entre 2007 et 2012, l'économie française est passée par différents états : la fin de cycle avec des rythmes de croissance relativement soutenus (2007-T1 2008) ; une récession historiquement sévère (T2 2008-T1 2009) ; un début de reprise poussif et sans cesse menacé d'une rechute en récession.

D'où la photo assez détériorée de la situation économique en 2012 par rapport à celle de 2007. Fin 2011, le PIB en volume n'est pas tout à fait revenu à son pic d'avant-crise de début 2008. Le taux de chômage est plus élevé (10% début 2012, contre pas tout à fait 9% cinq ans auparavant). Le déficit commercial s'est creusé d'une trentaine de milliards d'euros (passant de EUR 42 milliards en 2007 à EUR 71 milliards en 2011), le déficit budgétaire d'une soixantaine (passant de EUR 52 milliards, 2,7% du PIB, à EUR 113 milliards, 5,2% du PIB) et la dette publique a, elle, grossi de EUR 500 milliards (augmentant de EUR 1 200 milliards à EUR 1 700 milliards, soit de 64% à 86% du PIB).

Ces chiffres portent la trace de la récession de mi-2008 à début 2009. Celle-ci a été d'une grande dureté, plus sévère encore que celle de 1993,

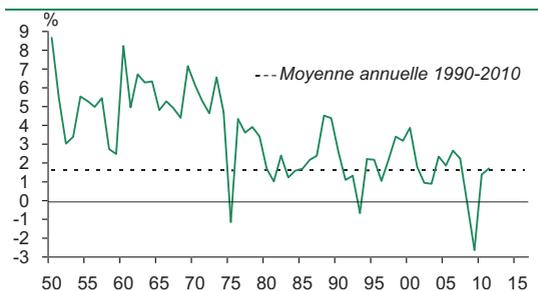
considérée comme une référence en la matière, ou même celle de 1975 post-choc pétrolier (cf. graphique 1). Le PIB en volume a baissé deux années de suite : en 2008, de 0,2% (moyenne annuelle), puis de 2,6% en 2009. En cumulé, entre début 2008 (le pic d'activité) et début 2009 (le creux), la contraction du PIB a atteint 4%. En 1993, la baisse du PIB avait été de 0,7% en moyenne annuelle et de 1% de pic à creux (début 1992-début 1993). En 1975, le PIB s'était contracté de 1,1%.

Ces chiffres montrent aussi que la France a abordé la crise en position de faiblesse, fragilisée par une situation budgétaire et extérieure déjà détériorée en 2007, alors même que l'économie était en haut de cycle, après quatre années de croissance favorable (+2,3% par an en moyenne de 2004 à 2007). De tels rythmes de croissance apparaissent aujourd'hui élevés. Ils ne le sont pas véritablement. Entre 2005 et 2007, la croissance française a tourné au ralenti quand le monde a, lui, accéléré. Lors de ces années fastes d'avant-crise, la croissance mondiale a avoisiné 5% par an en moyenne (contre un rythme historique moyen de 3,5%). Au cours de cette période, la croissance française a atteint 2,3% en moyenne annuelle pendant que la croissance allemande affichait 2,7%.

Modèle questionné

Le modèle de croissance français fait aujourd'hui débat, quand celui de l'Allemagne connaît un renouveau (cf. graphique 3). Il n'en fut certes pas toujours ainsi. De 1995 à 2005, la croissance française a été supérieure de 1 point à la croissance allemande (2% par an en moyenne pour la première, 1% pour la seconde, cf. graphique 2). De 1995 à 2000, elle s'est même établie à 3% en moyenne annuelle (contre 2% en Allemagne), avant de ralentir à 2% entre 2000 et 2005 mais toujours un point au-dessus de l'Allemagne. L'autre point fort de ce modèle est sa relative résilience. Le poids élevé de la consommation des ménages (56% du PIB) et sa résistance aux chocs (la consommation baisse rarement) y contribuent largement grâce à son effet amortisseur (cf. graphique 4). Le jeu des stabilisateurs automatiques et le poids croissant des transferts sociaux dans le revenu des ménages (le tiers aujourd'hui contre le quart en 1980²) y tient aussi une large part. Ainsi, la contraction du PIB en France en 2009 a été inférieure de moitié à celle de l'Allemagne (-2,6% contre -5,1%) et un point moindre qu'aux Etats-Unis (-3,5%).

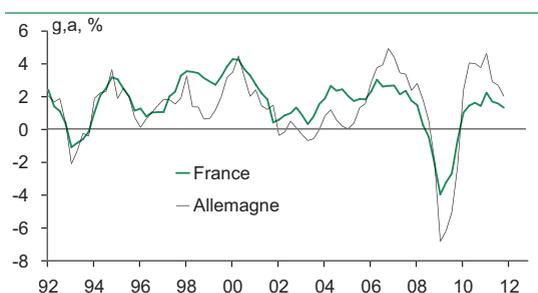
France : une croissance qui s'essouffle



Graphique 1

Source : INSEE

Croissance : chassé-croisé franco-allemand



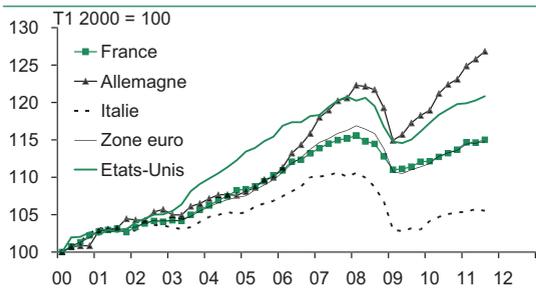
Graphique 2

Sources : INSEE, Bundesamt

Mais si la France s'est moins enfoncée dans la récession en 2009, elle a aussi moins rebondi en sortie de crise. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : 1,4% de croissance en 2010 puis 1,7% en 2011 contre, respectivement, 3,6% et 3,1% en Allemagne. L'explication de cet écart important est à chercher du côté des exportations (cf. graphique 5), de leur poids plus faible dans le PIB français (30%) que dans le PIB allemand (50%). Cela protège dans les phases de retournement du commerce mondial (comme à la charnière de 2008 et 2009) mais pénalise dans les phases de reprises.

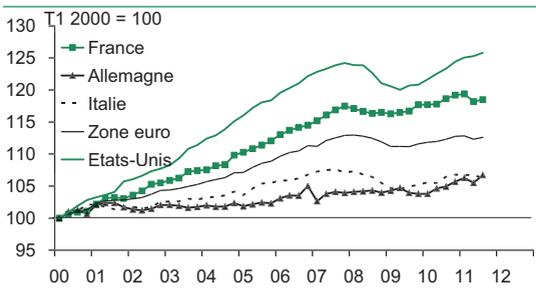
Pour la France, renouer avec une croissance plus forte signifie trouver des relais à la consommation, du côté de l'investissement productif et des exportations. Le premier effet d'un tel rééquilibrage serait de contribuer à réduire le déficit extérieur. On peut aussi attendre une croissance plus créatrice d'emplois. Et qui dit croissance, dit aussi déficit budgétaire résorbé plus facilement et plus rapidement.

PIB : écart de performances



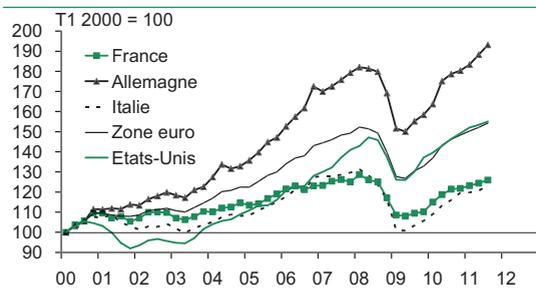
Graphique 3 Sources : Eurostat, INSEE, Bundesamt, BEA

Consommation : le modèle français



Graphique 4 Sources : Eurostat, INSEE, Bundesamt, BEA

Exportations : le modèle allemand



Graphique 5 Sources : Eurostat, INSEE, Bundesamt, BEA

Des perspectives peu amènes à court terme

A court terme (à l'horizon 2012-2013), la croissance française a de fortes chances d'être plus près de 1% que de 2%. Les freins sont nombreux et puissants (confiance basse, incertitude, cours du pétrole et taux de chômage élevés, restriction budgétaire, marges réduites) alors que les facteurs de soutien sont plus limités (faiblesse de l'inflation, caractère accommodant des conditions monétaires et financières, croissance en dehors de la zone euro).

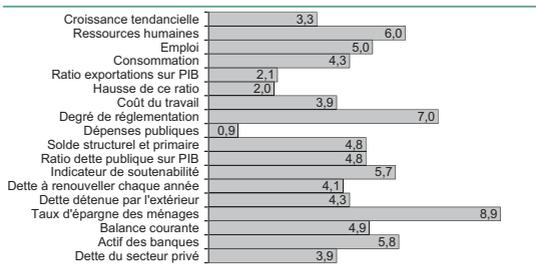
La faiblesse de la croissance et les risques baissiers associés sont l'une des raisons pour lesquelles la France est sous la surveillance des agences de notation. Mais ce n'est pas la principale. Ainsi, la dégradation, d'un cran, par S&P de la notation AAA à AA+ de la France, le 13 janvier 2012, est avant tout une sanction collective à l'encontre de l'ensemble de la zone euro dont la réponse à la crise des dettes souveraines est jugée insuffisante et inadéquate. Neuf autres Etats membres ont été dégradés en même temps que la France³. Sur les cinq critères pris en compte par l'agence (politique, budgétaire, extérieur, monétaire, économique), c'est l'abaissement du seul score politique qui a entraîné la perte du AAA français.

Cette dégradation, attendue par les marchés, ne les a guère fait réagir mais leur confiance reste fragile. C'est un premier signal d'alarme pour la France, d'autant plus sérieux que S&P a accompagné sa décision d'une mise sous perspective négative du *rating* français. Fitch et Moody's n'ont pas franchi le pas de la dégradation (la France est toujours AAA selon ces deux agences) mais ont revu de stable à négative la perspective attachée au *rating* français (le 16 décembre 2011 pour Fitch et le 13 février 2012 pour Moody's). Les trois agences de notation doutent, en effet, du respect des objectifs budgétaires de 2012 et 2013. Elles s'inquiètent également des répercussions négatives sur les finances publiques françaises d'une éventuelle exacerbation de la crise des dettes souveraines en Europe qui entraînerait une augmentation des engagements du pays et/ou une détérioration de ses conditions de financement. La France doit donc tout faire pour tenir ses objectifs budgétaires. C'est nécessaire pour préserver son AAA et c'est indispensable pour garder des taux bas, eux-mêmes indispensables à la sortie de crise.

Le champ des problèmes

La France cumule un certain nombre de problèmes qui l'amènent à être moyennement notée dans les classements du type *Lisbon Council* ou *World Economic Forum*⁴. Dans l'*Euro Plus Monitor 2011* du *Lisbon Council*, la France est ainsi en 13^{ème} position sur les 17 pays de la zone euro avec une note moyenne de 4,5 (sur une échelle de 0 à 10), inférieure à celle de la zone euro qui obtient 5,5⁵. Ce score est composé d'une note sur la croissance (4,7), la compétitivité (3,7), la soutenabilité budgétaire (4,1) et la résilience (5,3) (cf. graphique 6). La France est plus mal notée encore sur ses progrès, lents, limités et mineurs (score de 2,5).

France : détails de son bulletin de santé



Plus la note est élevée, mieux c'est (sur une échelle de 0 à 10)

Graphique 6 Source : Euro Plus Monitor 2011, The Lisbon Council

Le nouveau tableau de bord de la Commission européenne va un cran plus loin en visant à alerter sur les déséquilibres excessifs, existants ou en formation. Le premier rapport épingle la France sur plusieurs critères (cf. tableau 1)⁶. La baisse de ses parts de marché dans le total des exportations mondiales, en plus de dépasser le seuil critique défini, est l'une des plus importantes des pays de l'UE. La détérioration du solde commercial est néanmoins qualifiée de graduelle et le déficit courant reste en deçà du seuil critique. La

dégradation de la compétitivité prix et hors prix est jugée préoccupante mais sans atteindre un niveau alarmant. Cependant, compte tenu de ces évolutions, la baisse de la profitabilité des entreprises françaises et ses répercussions sur leur capacité d'investissement sont mentionnées comme méritant un complément d'analyse. Au niveau des déséquilibres intérieurs, l'augmentation de la dette privée est pointée du doigt puisqu'elle atteint désormais 160% du PIB et qu'elle s'est accrue parallèlement à la dette publique (seul indicateur interne dépassant la cote d'alerte). La hausse des prix immobiliers et le niveau du taux de chômage sont en-deçà des seuils d'alerte mais pas très éloignés.

En résumé, ce rapport met la France sous surveillance. Les déséquilibres dont elle souffre aujourd'hui sont limités en nombre ainsi qu'en taille, mais leur tendance est à l'augmentation. Elle est encore loin de l'étape des recommandations que pourrait lui faire la Commission. Mais si elle veut y échapper, il va lui falloir redoubler d'efforts en termes de réformes structurelles. Selon l'OCDE, les gains à en attendre seraient substantiels, de l'ordre de 1 point de croissance potentielle en plus⁷.

Tableau de bord de la Commission européenne – Procédure pour déséquilibres macroéconomiques excessifs

	Indicateur	Seuil critique indicatif	Tableau de bord France, 2010
Déséquilibres externes et compétitivité	solde courant, moyenne sur 3 ans, en % du PIB	+6/-4%	-1,7%
	position extérieure nette en % de PIB	-35%	-10%
	variation en % (sur 3 ans) du taux de change effectif réel	+/-5% pour €A	-1,4%
	variation en % (sur 5 ans) des parts de marché à l'exportation	-6%	-19,4%
	variation en % (sur 3 ans) des coûts unitaires du travail	+9% €A	+7,2%
Déséquilibres internes	variation sur un an en % des prix immobiliers réels	+6%	+5,1%
	flux de crédit au secteur privé en % du PIB	+15%	+2,4%
	stock de dette privée en % du PIB	+160%	+160%
	dette publique en % du PIB	+60%	+82%
	moyenne sur 3 ans du taux de chômage	+10%	+9%

Tableau 1

Source : Commission Européenne

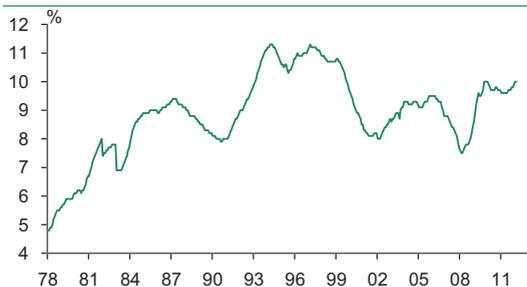
Les chiffres en gras signalent un indicateur proche du seuil critique ; en gras et soulignés, un indicateur au-delà du seuil critique.

Nous nous focalisons, ci-après, sur trois chantiers : emploi, finances publiques, compétitivité. Ces différents chantiers sont étroitement reliés ; ils ne peuvent pas véritablement avancer l'un sans l'autre. Ainsi, la consolidation budgétaire se fera d'autant plus facilement que l'emploi sera dynamique, ce qui implique que l'économie française regagne en compétitivité. Le redressement de cette dernière passe, entre autres, par la correction des rigidités du marché du travail et l'assainissement des finances publiques. Celui-ci est, enfin, un passage obligé pour soutenir la croissance et les emplois de demain. Les travaux ont commencé. Il faut, au minimum, les poursuivre et, de préférence, passer à la vitesse supérieure.

Faire mieux fonctionner le marché du travail

Le taux de chômage a significativement baissé pendant la dernière phase de croissance, en 2006 et 2007, puisqu'il a alors perdu deux points, pour redescendre à 7,5% de la population active début 2008. Mais depuis, tout le terrain gagné a été reperdu et même plus, puisque le taux de chômage atteint 10% début 2012 (cf. graphique 7).

France : un taux de chômage structurellement élevé



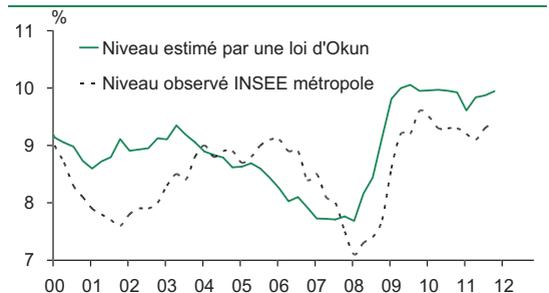
Graphique 7

Source : Eurostat

Les sommets atteints dans les années 1990 (entre 11 et 11,5%) ne sont plus si loin. De même, parti d'un point bas de 2 millions début 2008, le nombre de chômeurs⁸ s'approche de nouveau du seuil des 3 millions, atteint pour la première fois dans les années 1990 (et dépassé avec un record de 3,2 millions de chômeurs à la mi-1997). Plus problématique encore, le chômage de longue durée (supérieure à 1 an) frappe, début 2012, près de 40% des demandeurs d'emploi⁹, 10 points de plus qu'il y a trois ans.

Ces mauvaises performances tiennent pour une large part à la faiblesse de la croissance. La relation est loin d'être parfaite, mais l'évolution du taux de chômage suit globalement ce que suggère une loi d'Okun classique (cf. graphique 8), de même que l'évolution de l'emploi suit celle de la croissance (aux gains de productivité près, cf. graphique 9). Mais cela n'explique pas tout.

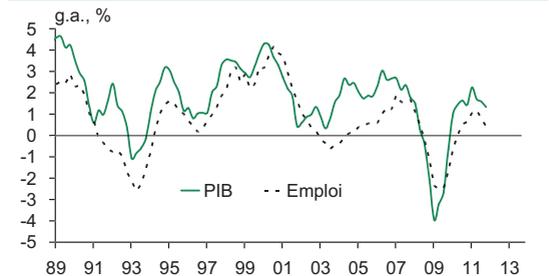
France : la loi du taux de chômage



Graphique 8

Source : INSEE

France : emploi et croissance, l'un ne va pas sans l'autre



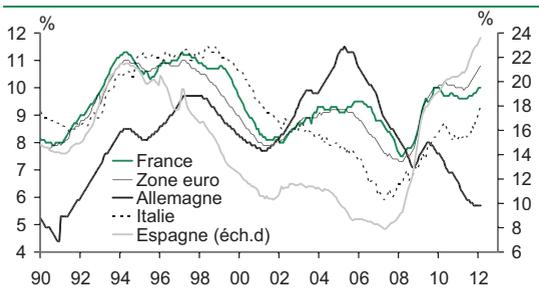
Graphique 9

Source : INSEE

Un mal structurel

Le principal problème du marché du travail français est qu'il s'accompagne d'un niveau structurellement élevé du taux de chômage. Les notions de chômage de masse et d'hystérèse sont nées de la détérioration des marchés du travail en Europe dans les années 1990 ; elles sont révélatrices de l'ampleur du mal. Le taux de chômage naturel français est estimé autour de 9%. Depuis le milieu des années 1980, le taux de chômage n'est pas redescendu sous les 7-7,5%. Comparée aux autres pays de la zone euro, la France est dans une situation intermédiaire, pas aussi dégradée qu'en Espagne par exemple, mais bien moins bonne qu'en Allemagne (cf. graphique 10).

UEM : taux de chômage, entraîné à la hausse



Graphique 10

Source : Eurostat

Le marché du travail français souffre également d'un taux d'emploi faible (63,8% en 2010), des jeunes et des seniors en particulier. C'est pour partie la conséquence du dynamisme démographique, positif à terme pour la croissance. Le potentiel de hausse du taux d'emploi peut aussi être perçu comme un formidable atout. Mais, en l'état, les difficultés

d'absorption de la main-d'œuvre par le marché du travail n'en sont pas moins grandes.

D'après l'OCDE, les principales faiblesses du marché du travail français sont le haut niveau des prélèvements pesant sur le travail s'ajoutant à un salaire minimum élevé, la forte segmentation des contrats de travail et la faible qualité du dialogue social¹⁰. La dualité du marché du travail est au cœur du problème. Il y a, d'un côté, les « insiders », souvent qualifiés, dotés d'un emploi stable, en CDI, peu exposés au chômage, retrouvant plus facilement un emploi et, de l'autre, les « outsiders », moins qualifiés, occupant des emplois instables (CDD, intérim, temps partiel subi), faisant office de « variable d'ajustement » face aux fluctuations de l'activité, exposés à des périodes prolongées de chômage. Cette opposition entre emplois précaires et emplois protégés résulte du manque de passerelles pour passer des premiers aux seconds, et ce manque est d'autant plus grand que la pression fiscale sur le travail est élevée et le dialogue social pauvre (conflictuel et non coopératif).

Encadré 1 : rappels de définitions

Taux de chômage naturel : c'est un taux de chômage d'équilibre, correspondant au fonctionnement normal et efficace du marché du travail, compte tenu de l'imperfection de l'information et des contraintes institutionnelles. C'est le taux de chômage correspondant au plein-emploi. Il a deux dimensions : une dimension frictionnelle (normale, correspondant aux périodes de mobilité des travailleurs) et une dimension structurelle liée aux mutations de l'économie. Le NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment – taux de chômage non accélérateur d'inflation, correspondant donc à la stabilité des prix) est dérivé de ce taux de chômage naturel. C'est le taux de chômage en deçà duquel des pressions inflationnistes sont susceptibles de se développer, le dynamisme des créations d'emplois poussant à la hausse les salaires, hausse qui se répercute sur les prix. A l'inverse, lorsque le taux de chômage effectif est supérieur au NAIRU, des pressions désinflationnistes s'exercent.

Hystérèse : l'effet d'hystérèse (ou hystérésis) est une forme de mémoire, de rémanence du chômage dans le cas présent, de telle sorte qu'une augmentation de celui-ci entraîne à la hausse le taux de chômage naturel. Le niveau élevé passé du taux de chômage tend à persister ; il se répercute sur le niveau présent, d'où la résistance à la baisse.

Loi d'Okun : elle tient son nom de l'économiste américain qui l'a mise en évidence en 1962. C'est une relation de proportionnalité, empirique, entre croissance et chômage. Selon la formulation basique, chaque point de croissance en dessous (au-dessus) de son rythme tendanciel entraîne une augmentation (baisse) du taux de chômage d'un demi-point. Le rythme tendanciel ici retenu pour la France est d'environ 2%.

Des politiques de l'emploi à la « flexisécurité »

Beaucoup de choses ont déjà été tentées en matière de politique de l'emploi : loi « Aubry » ou des 35h et partage du temps de travail, multiplicité des contrats aidés, prime pour l'emploi (PPE), incitations fiscales ciblées et autres allègements de charges sur les bas salaires, l'emploi des jeunes, des seniors...¹¹. Mais leur succès apparaît pour le moins limité. D'autres pistes doivent être explorées. La « flexisécurité » est l'une

d'entre elles, à l'image des politiques menées dans certains pays scandinaves, Danemark notamment. La flexisécurité repose sur l'idée que ce ne sont pas tant les contrats de travail qui doivent être protégés que les individus eux-mêmes. L'assouplissement des règles de licenciement comme d'embauche s'échange alors contre une meilleure prise en charge des chômeurs (formation, indemnisation...) ou des salariés précaires (offres de garanties sociales nouvelles pour les CDD ou le travail intérimaire).

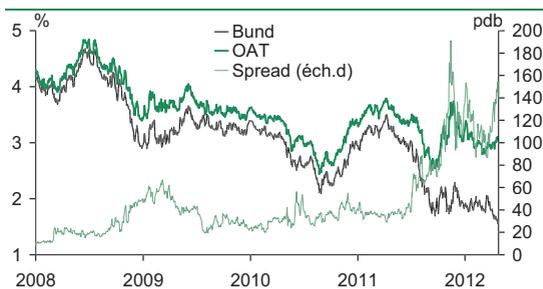
Ce chantier n'est pas au point mort et il y a même eu quelques avancées notables au cours des cinq années écoulées : la rupture conventionnelle individuelle, mode de licenciement à l'amiable qui va dans le sens d'une plus grande flexibilité (août 2008) ; la création de Pôle Emploi dans un souci de rationalisation et d'amélioration du suivi et de l'accompagnement des demandeurs d'emploi (décembre 2008) ; la création du Revenu de Solidarité Active (RSA) en lieu et place du RMI, l'objectif étant d'inciter au retour à l'emploi (juin 2009) ; la réforme des retraites qui augmente le taux d'emploi des seniors (promulguée en novembre 2010 ; entrée en vigueur en juillet 2011) ; le développement de l'apprentissage et des contrats en alternance pour faciliter l'insertion des jeunes (juillet 2011) ; l'allègement des modalités du chômage partiel (janvier 2012) ; l'amorce de la réflexion sur la mise en place d'accords compétitivité-emploi à l'allemande (février-avril 2012). Ces différentes mesures ont eu, pour le moment, un succès mitigé. L'ampleur du problème et le contexte économique difficile en appellent d'autres, plus ambitieuses.

Résorber les déséquilibres budgétaires

En 2011, les comptes publics français présentent toujours des déséquilibres très importants (déficit à 5,2% du PIB, dette à 85,8%). Toute la difficulté sera de continuer à les corriger sans trop peser sur la croissance afin de ne pas verser dans une trappe à austérité (lorsque austérité et récession s'auto-entretiennent). Il faut trouver le bon dosage, un exercice difficile par nature et qui se transforme aujourd'hui en un véritable numéro d'équilibriste, étant donné la faiblesse de la croissance et la vigilance des marchés.

La France est engagée sur ce chemin escarpé depuis 2010, avec pour objectif de revenir à l'équilibre budgétaire en 2016. Une stratégie agréée par les marchés jusqu'à présent, comme en atteste le coût encore raisonnable auquel le pays emprunte (cf. graphique 11). Mais l'heure n'est pas à la complaisance : la France ne peut se permettre de dévier de sa cible budgétaire et le chemin qui lui reste à parcourir est encore long. Elle en serait, au mieux, à la moitié d'après la Cour des Comptes (rapport public annuel 2012).

France-Allemagne : taux et écart de taux



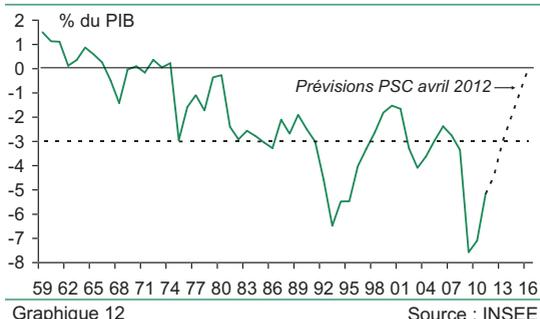
Graphique 11

Source : DataInsight

Un problème qui ne date pas d'hier

La France n'a pas connu un seul excédent budgétaire depuis 1974 (cf. graphique 12). Le plus petit déficit enregistré a été de -0,3% en 1980, le plus gros de -7,5% en 2009 et le deuxième plus gros de -6,5% en 1993, toutes deux des années de récession. Entre 1999, entrée en vigueur des critères de Maastricht, et 2011, le déficit budgétaire français a été la moitié du temps supérieur à 3% et l'autre moitié inférieur. Les périodes de croissance forte (par exemple les dernières années de la décennie 1980 et celles de la décennie 1990 qui ont enregistré des taux de croissance moyens supérieurs à 3%) n'ont pas été mises à profit pour dégager un excédent budgétaire. Il s'ensuit une grande proximité entre le déficit budgétaire structurel et le déficit total (l'écart est même nul en moyenne depuis 1978) et une politique budgétaire française plus souvent procyclique que contra-cyclique (cf. graphique 17). En lien avec l'absence d'excédent budgétaire depuis le milieu des années 1970, la dette publique n'a cessé de gonfler, et la plupart du temps bien plus vite que le PIB (cf. graphique 18). Parti de 21% en 1978, le ratio dette publique sur PIB atteint ainsi 86% en 2011 (soit EUR 1 717 milliards contre EUR 73 milliards trente ans auparavant). Le seuil des 60% a été franchi en 2003.

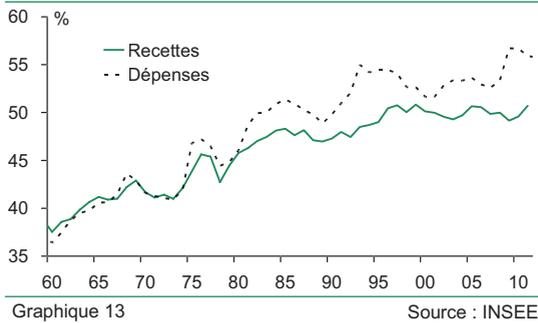
France : solde budgétaire sur longue période, un lourd passé d'indiscipline budgétaire



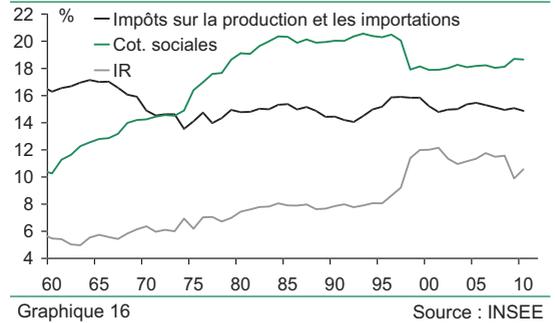
Graphique 12

Source : INSEE

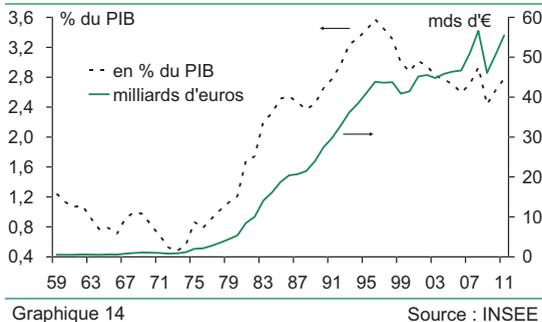
France : poids lourd des recettes et des dépenses publiques dans le PIB



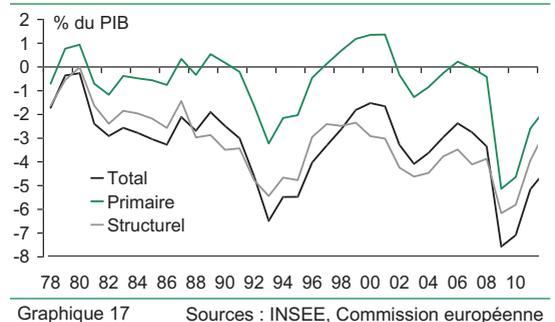
France : poids des trois principaux PO dans le PIB



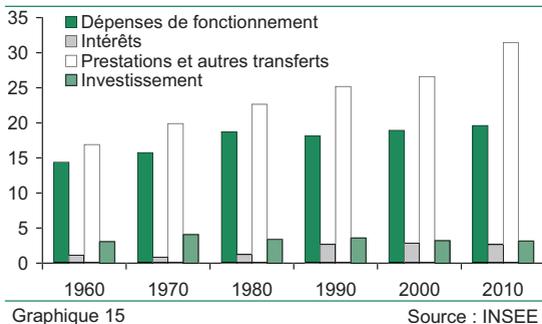
France : un service de la dette de moins en moins petit



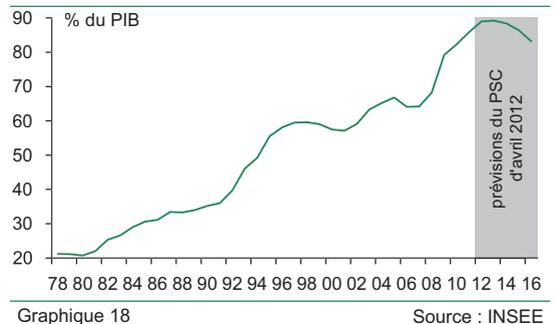
France : trois mesures du solde budgétaire



Les quatre grands postes des dépenses des APU en % du PIB et leur évolution dans le temps



France : dette publique sur longue période, une dérive de 30 ans



Attention, travaux...

Si le passif est lourd, le processus de consolidation est engagé. Il se déroule, en outre, en conformité avec les lois de finances, voire avec une légère avance sur celles-ci.

Après une amélioration modeste en 2010 (d'un demi-point de PIB), le déficit public a notamment été réduit de

près de 2 points en 2011 (à 5,2% du PIB). C'est une réduction d'autant plus significative qu'elle est pour une large part le fruit de l'action du gouvernement (disparition du manque à gagner dû à la réforme de la taxe professionnelle, arrêt des mesures de relance comme la prime à la casse, premiers effets des plans de rigueur,

cf. *infra*) tandis que la croissance (à 1,7%) a été à peu près égale à la croissance potentielle. Ce qui est également remarquable, c'est que, pour la troisième année de suite, le déficit réalisé a été inférieur à l'objectif (en 2011, -5,2% au lieu de -5,7% ; en 2010, -7,1% au lieu de -8,2% ; en 2009, -7,6% au lieu de -8,5%). Enfin, la diminution du déficit en 2011 provient, pour 40%, de la baisse de la part des dépenses publiques dans le PIB (de 56,6% à 55,9%) et, pour 60%, de la hausse des recettes (de 49,5% à 50,7% du PIB). Les dépenses, en hausse de 2,1%, ont progressé plus lentement que le PIB (croissance nominale de +3,3%) et comme l'inflation (elles sont donc stables en volume) tandis que les recettes ont bondi de 6%.

Les deux plans de redressement votés en août et novembre 2011 sont censés assurer le retour à l'équilibre budgétaire en 2016. A l'heure où nous écrivons, il n'est pas certain qu'ils soient suffisants vu la faiblesse de la croissance. Un total de EUR 115 milliards d'économies est escompté, réparti en EUR 74 milliards sur les dépenses et EUR 41 milliards sur les recettes. Ces deux plans tentent d'éviter une cure drastique d'austérité et visent à réduire progressivement le déficit sans trop peser sur la croissance au travers d'une série de mesures variées, ciblées et étalées dans le temps (cf. encadré 2).

Encadré 2 : La rigueur budgétaire à la française : une liste déjà longue de mesures

Mesures phares du plan du 24 août 2011

	Impact (€Mds)	
	2011	2012
■ Limitation des possibilités pour les entreprises bénéficiaires de reporter leurs déficits	0,5	1,5
■ Instauration d'une contribution exceptionnelle sur les très hauts revenus	-	0,2
■ Hausse de 1,2% des prélèvements sociaux sur les revenus du capital	0,2	1,3
■ Alourdissement fiscalité sur les plus-values immobilières	0,2	2,2
■ Suppression avantage fiscal sur les assurances complémentaires solidaires et responsables	0,1	1,1
■ Intégration des heures supp. dans le barème de calcul des allègements de charges	-	0,6
■ Suppression ou réduction des dérogations en matière de CSG		0,8
■ Augmentation du prix du tabac de 6% en 2011 et en 2012	0,1	0,6
■ Hausse de la fiscalité et des prélèvements sociaux sur les alcools forts		0,3
■ Création d'une taxe sur les boissons sucrées		0,1
TOTAL	1	10

Mesures phares du plan du 7 novembre 2011

	Impact (€Mds)	
	2012	2012-2016
AUGMENTATION DES RECETTES	5,2	36,7
■ Création d'un taux intermédiaire de TVA à 7% (en lieu et place du taux réduit à 5,5% sauf pour les produits de 1ère nécessité)	1,8	9,0
■ Désindexation en 2012 et 2013 du barème de l'IR, de l'ISF et des donations et successions	1,7	15,3
■ Majoration exceptionnelle de 5% de l'IS pour les grandes entreprises (CA>250 millions d'€) jusqu'en 2013	1,1	2,2
■ Augmentation du prélèvement libératoire forfaitaire sur les intérêts et les dividendes à 24%	0,6	3,0
■ Suppression de niches (Scellier fin 2012 ; rabot et recentrage sur le neuf du PTZ ; réduction de 20% du crédit d'impôt développement durable)	0,0	7,2
ECONOMIES DE DEPENSES	1,7	28,0
■ Economies sur les dépenses de l'Etat et l'assurance maladie (progression de l'Objectif National des Dépenses d'Assurance Maladie 2012 à 2,5% au lieu de 2,8%)	1,2	21,1
■ Revalorisation forfaitaire de 1% des prestations familiales et des aides au logement	0,4	2,5
■ Raccourcissement phase transitoire de la réforme des retraites (âge légal à 62 ans en 2017 au lieu de 2018)	0,1	4,4
TOTAL	6,9	64,7

... mais le plus dur reste à faire

Malgré les progrès réalisés, les déficits publics restent élevés en 2011 (total proche de 5% et déficits structurel et primaire respectivement proches de 4% et 3%). La France bénéficie d'un poids encore relativement faible de son service de la dette en pourcentage du PIB (2,8%), mais son niveau n'en est pas pour autant quantité négligeable et il augmente vite (EUR 56 milliards en 2011, cf. graphique 14).

Le déficit total est surtout très en deçà du niveau des 3% qui permettrait au minimum de stabiliser le ratio dette publique sur PIB. La trajectoire de ce dernier n'est pas encore infléchie alors même qu'il se rapproche du seuil réputé critique des 90%. Et dans la mesure où la France bénéficie certes de taux d'intérêt bas mais pâtit d'une croissance nominale elle aussi basse, elle doit consentir d'importants efforts budgétaires pour faire baisser son ratio de dette publique sur PIB. Au niveau actuel des taux d'intérêt (autour de 3,5% pour le taux apparent), la stabilisation de ce ratio (critère minimum de soutenabilité) est atteinte avec un équilibre du solde primaire. Des taux d'intérêt plus élevés obligerait à dégager, année après année, un excédent primaire (de 1% du PIB dès 2012 sous l'hypothèse de travail d'une croissance nominale de 3,5% et de taux d'intérêt à 4,25%). Ramener la dette publique à 60% du PIB en 2020 suppose, sous les mêmes hypothèses, un excédent primaire de 3,4% du PIB à partir de 2012. Ces simulations illustrent à quel point l'ajustement requis du déficit primaire peut être brutal. Un scénario plus réaliste est de cibler, par exemple, une réduction du déficit primaire de 1 point de PIB par an, ce qui permet de ramener le ratio dette publique sur PIB vers les 70% en 2020.

C'est un rythme similaire de réduction qui est inscrit dans le Programme de stabilité (PSC) d'avril 2012 et qui sous-tend la stratégie pluriannuelle de résorption du déficit budgétaire à horizon 2016. En partant de -5,2% du PIB en 2011, sa réduction se ferait selon la chronique suivante : -4,4% en 2012, -3% en 2013, -2% en 2014, -1% en 2015 et 0% en 2016. Le ratio de dette publique sur PIB passerait, lui, d'abord par un pic à 89,2% en 2013 avant de redescendre à 83,2% en 2016.

Le caractère progressif et régulier de la réduction du déficit budgétaire (environ un point de PIB en moins par an) ne doit pas tromper : ce sont des objectifs très ambitieux. Une telle vitesse de réduction, sur ce laps de temps et dans un environnement de croissance peu porteur, serait, en effet, du jamais vu. Entre 1993 et 2000, le déficit budgétaire avait été fortement réduit (de

5 points en 7 ans) mais la croissance était alors plus dynamique (2,6% en moyenne par an). Aujourd'hui, il n'est pas certain que la croissance soit au rendez-vous alors que l'équilibre budgétaire est une figure imposée.

Si la tâche s'annonce difficile pour la France, c'est aussi parce que la réduction du déficit budgétaire pose la question de la baisse des dépenses publiques. Le rééquilibrage ne peut reposer uniquement sur un accroissement des recettes. C'est un ingrédient indispensable, mais ce n'est pas le seul et encore moins le principal. Les hausses d'impôts sont réputées moins efficaces que les baisses de dépenses pour réduire durablement un déficit budgétaire car elles seraient plus facilement réversibles et plus douloureuses pour la croissance¹². A noter qu'il existe des recettes indolores, celles issues des privatisations. La France dispose également d'une autre marge de manœuvre fiscale non négligeable du fait du nombre important de niches. Plus de 500 d'entre elles ont été identifiées et analysées selon leur degré d'efficacité dans un rapport de l'Inspection générale des Finances daté de juin 2011. Il en ressort que EUR 15 milliards de recettes pourraient être récupérés en supprimant les niches répertoriées comme totalement inefficaces et EUR 53 milliards supplémentaires en supprimant celles dont l'efficacité est jugée limitée.

Le même type de tri devrait pouvoir s'appliquer aux dépenses, pour distinguer celles à préserver, à augmenter de celles à réduire sans que cela porte préjudice à la société et à la croissance de demain. Il ne s'agit pas forcément d'en abaisser le niveau absolu mais, au moins, d'en diminuer le poids dans le PIB, ce qui revient à en freiner considérablement la progression. D'après la Cour des Comptes, celle-ci devrait être de 0 à 0,5% par an, en volume, pour contribuer pour moitié à l'effort structurel nécessaire de réduction du déficit, qu'elle estime à 1 point par an. Le PSC d'avril 2012 repose sur un objectif proche, avec une croissance du volume des dépenses limitée à 0,4% par an entre 2012 et 2016. Cela représente un sérieux freinage par rapport à un rythme historique de près de 4% (moyenne annuelle depuis 1964). La Cour ne cache pas l'ampleur des efforts nécessaires et la difficulté des décisions à prendre pour tenir cet objectif. Ses recommandations s'articulent autour de quatre axes : extension de la RGPP¹³ ; maîtrise des dépenses locales ; contrôle des dépenses sociales, au-delà du seul effet de la réforme des retraites, par un juste dosage entre universalité et conditionnalité des prestations¹⁴ ; encadrement strict des dépenses d'assurance-maladie.

Redresser la compétitivité

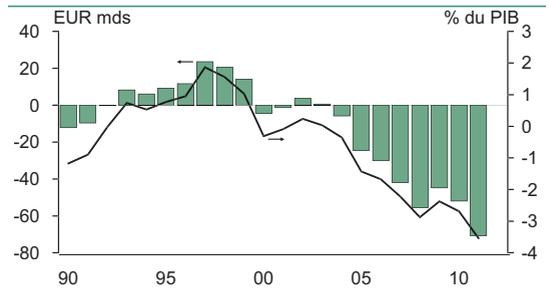
La France a perdu en compétitivité bien qu'elle dispose d'atouts importants dans cette bataille : une main-d'œuvre qualifiée, des infrastructures développées, une énergie peu chère, une épargne privée abondante, une démographie dynamique, une géographie favorable. Ces avantages comparatifs expliquent aussi pourquoi la France, moins compétitive, reste cependant attractive. C'est le constat de l'édition 2010 du « Tableau de bord de l'attractivité de la France »¹⁵. La France est ainsi le premier pays d'accueil des IDE en Europe et le troisième du monde, derrière les Etats-Unis et la Chine.

Regagner en compétitivité sans possibilité de dévaluer est une entreprise de longue haleine. La reconquête des parts de marché perdues nécessite de faire évoluer le modèle économique d'une logique de demande et de soutien aux consommateurs à une logique d'offre et de soutien aux entreprises. Cela passe par une maîtrise du coût unitaire du travail mais pas seulement. Les efforts doivent aussi porter sur une montée en gamme de la production, à forte valeur ajoutée et à fort contenu technologique. Il faut étoffer le tissu productif d'entreprises de taille intermédiaire aux côtés des plus petites et des plus grosses, soutenir l'industrie, les entreprises (en particulier, les PME) et l'innovation, investir dans les secteurs d'avenir, promouvoir les partenariats et toutes autres formes de coopération, réseaux, pôles industriels. Pour bien faire, tout cela suppose également de réformer le dialogue social, le système éducatif et de formation.

Des symptômes qui ne trompent pas

Le principal symptôme de la perte de compétitivité de l'économie française est le creusement important et rapide de son déficit commercial (cf. graphique 19). En dix ans, les échanges extérieurs de marchandises sont en effet passés d'un solde légèrement excédentaire (de EUR 4 milliards en 2002, +0,2% du PIB) à un solde lourdement déficitaire (de EUR 71 milliards en 2011, soit 3,5% du PIB). L'alourdissement de la facture énergétique est pour beaucoup dans cette détérioration, ce qui permet d'en atténuer quelque peu la gravité (cf. graphique 20). En revanche, le problème de compétitivité de la France est manifeste dans la détérioration de ses échanges avec ses partenaires européens (cf. graphique 21). Ce sont certes ses principaux clients et fournisseurs (à hauteur de 60% environ), mais c'est avec ces pays que son déficit s'est le plus creusé sur cette période.

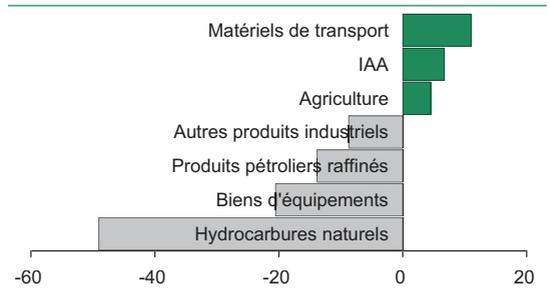
France : creusement du déficit commercial



Graphique 19

Source : MINEFI

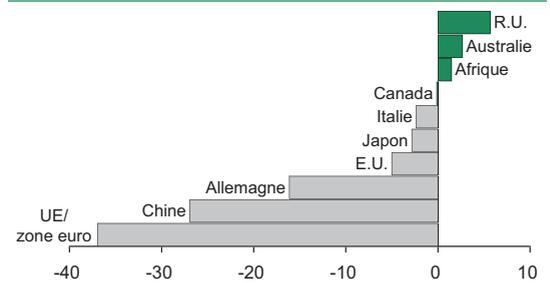
France : solde extérieur par produits, mds €, en 2011



Graphique 20

Source : MINEFI

France : solde extérieur bilatéral sur les échanges de marchandises, mds €, en 2011



Graphique 21

Source : MINEFI

Le creusement du déficit commercial découle du repli des parts de marché de la France dans le total des exportations mondiales (de 6% en 1980 à 4% en 2010) et, plus précisément, de leur recul au sein même de la zone euro. Le déclin coïncide avec la création de la zone euro et la disparition du change comme variable d'ajustement des échanges, un autre révélateur des faiblesses françaises. La France a perdu 3,5 points de parts de marché entre 2000 et 2010 (de 16,6% à 13,1%), soit la baisse la plus importante des pays de la zone euro (cf. tableau 2).

Part des exportations de biens et services de chaque pays en valeur dans les exportations totales de la zone euro (%)

	2000	2010	Variation entre 2000 et 2010 de la part de marché
Allemagne	27,4	30,9	3,5
Slovaquie	0,6	1,4	0,8
Pays-Bas	11,7	12,3	0,6
Luxembourg	1,3	1,8	0,5
Espagne	7,3	7,6	0,3
Autriche	3,9	4,1	0,2
Irlande	4,1	4,2	0,1
Estonie	0,2	0,3	0,1
Slovénie	0,5	0,6	0,1
Chypre	0,2	0,2	0,0
Malte	0,2	0,2	0,0
Grèce	1,4	1,3	-0,1
Portugal	1,5	1,4	-0,1
Belgique	7,9	7,6	-0,3
Finlande	2,3	1,9	-0,4
Italie	12,9	11,1	-1,8
France	16,6	13,1	-3,5

Tableau 2

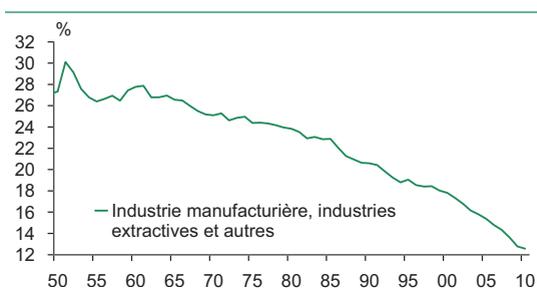
Source : COE-Rexecode, "Faiblesses et atouts de la France dans la zone euro - Le défi de la reconvergence", mars 2012

L'autre phénomène illustrant la perte de compétitivité de l'économie française est celui de la désindustrialisation¹⁶. Mise en perspective historique, l'ampleur du déclin est nette et celui-ci s'est accéléré à partir du milieu des années 1980 (cf. graphique 22). Proche de 30% de la valeur ajoutée brute totale en 1950, la part de l'industrie n'est plus que de 13% aujourd'hui. Environ 6 points ont été perdus en trente cinq ans (entre 1950 et 1985) et environ le double au cours des vingt cinq dernières années.

Côté emploi, la chute est plus impressionnante encore : en 1970, d'après les données de l'INSEE, l'industrie comptait pour 42% de l'emploi total marchand (soit 5,5 millions d'emplois) ; fin 2011, cette part avait été réduite à 20% et le nombre d'emplois d'environ 2 millions (cf. graphique 23). Il est vrai que ce que l'on compte aujourd'hui dans l'industrie est plus restreint que ce qui y était inclus il y a cinquante ou même vingt ans. Un grand nombre d'activités directement afférentes à l'industrie sont désormais

externalisées et dès lors comptabilisées dans les services. Cette réalité industrielle différente permet d'atténuer quelque peu l'ampleur globale de la désindustrialisation mais pas sa partie la plus récente, les contours de l'industrie n'ayant plus guère changé au cours des dix dernières années.

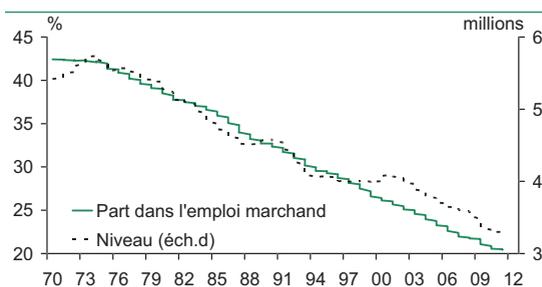
France : part de l'industrie dans la VAB totale



Graphique 22

Source : INSEE

France : emploi industriel, une longue hémorragie



Graphique 23

Source : INSEE

Rapportée au PIB, la part de la valeur ajoutée dans la seule industrie manufacturière est passée de 14,4% en 2000 à 9,3% en 2010. Là encore, c'est l'une des baisses les plus importantes d'Europe, et le poids de l'industrie manufacturière se retrouve ainsi inférieur à celui observé en Grèce, au Portugal ou en Espagne, et très en-deçà du poids moyen de 15,5% occupé par ce secteur dans les autres pays de la zone euro (hors Chypre et Luxembourg, cf. tableau 3).

Part de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière dans le PIB en 2000 et 2010 (%)

	2000	2010	Variation 2000-2010
Grèce	9,8	9,6	-0,2
Estonie	15,8	14,9	-0,9
Autriche	18,4	17,3	-1,1
Pays-Bas	13,9	11,9	-2,0
Allemagne	20,8	18,7	-2,1
Slovaquie	22	18,8	-3,2
Chypre	9,3	6	-3,3
Italie	18,6	15	-3,6
Portugal	15,4	11,8	-3,6
Belgique	17,1	13,1	-4,0
Slovénie	22,4	18,3	-4,1
Espagne	16,8	12,2	-4,6
Luxembourg	10,1	5,5	-4,6
France	14,4	9,3	-5,1
Finlande	23	16,4	-6,6
Irlande	28,9	21,8	-7,1
Malte	19,5	11,8	-7,7

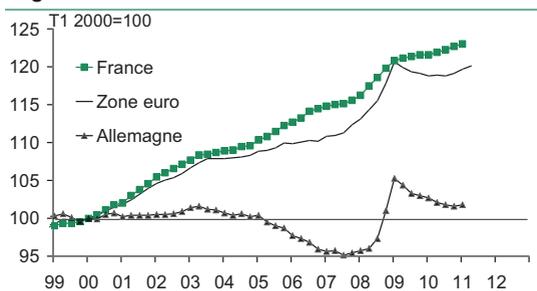
Tableau 3

Source : COE-Rexecode, "Faiblesses et atouts de la France dans la zone euro - Le défi de la reconvergence", mars 2012

Les sources du mal

La perte de compétitivité de l'économie française a des origines multiples. L'argument qui revient le plus souvent est le niveau élevé du coût du travail et sa progression relativement rapide. D'après les données de l'OCDE, le coût unitaire du travail (CUT) a, en effet, augmenté de 2% environ en moyenne par an en France entre 1999 et 2007 tandis qu'il s'est contracté de presque 1% en moyenne par an sur la même période en Allemagne. Les chiffres de 2008 et 2009 ne sont pas exploitables car perturbés par la crise. En 2010, la hausse du CUT en France est restée limitée (+1%) mais celui-ci a baissé de 2% en Allemagne. A noter que, entre 1999 et 2007, le CUT a crû de 1,4% par an en moyenne dans l'ensemble de la zone euro (Allemagne comprise), ce qui met en évidence à quel point ce n'est pas tant la France, mais l'Allemagne qui se démarque de ses pairs (cf. graphique 24).

Coût unitaire du travail, tous secteurs confondus : le grand écart



Graphique 24

Source : OCDE

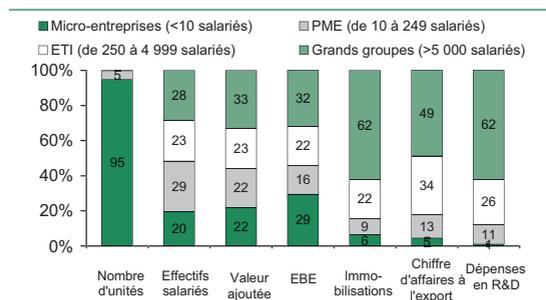
L'évolution du CUT est fonction des gains de productivité d'un côté et de la progression des salaires et cotisations de l'autre. Or, entre 1999 et 2007, les gains de productivité en Allemagne et en France sont comparables, de l'ordre de 2% par an en moyenne. L'écart s'est creusé, néanmoins, à l'avantage de l'Allemagne, entre 2005 et 2007 (gains de productivité toujours proches de 2% en moyenne annuelle en France mais de 3% en Allemagne). Cette performance coïncide avec la montée en puissance de la croissance allemande à la même époque. Ce ne sont donc pas les gains de productivité qui expliquent la différence de progression des CUT entre les deux pays, mais le coût du travail. Celui-ci, mesuré par la rémunération brute par employé a, de fait, augmenté plus vite en France (+3% en moyenne par an entre 1999 et 2007) qu'en Allemagne (+1%). Une part de l'écart est imputable au poids des charges sociales patronales en France, la croissance plus rapide des salaires faisant le reste.

Si la France a bien un problème de compétitivité-coût, il est loin de tout expliquer. La surévaluation de l'euro n'aide certainement pas. Mais là encore, ce n'est pas une raison suffisante, l'Allemagne y étant également confrontée. Six groupes d'arguments, liés les uns aux autres, expliquent la faible compétitivité française : un environnement peu favorable au développement des entreprises (« business friendly ») ; un tissu productif mal étoffé ; une R&D sous-dimensionnée ; des défauts de spécialisation géographique et sectorielle ; la désindustrialisation ; l'écrasement des marges.

Par environnement peu « business friendly », on entend un environnement dans lequel le développement des entreprises est entravé par le poids de la réglementation et des charges, les rigidités du marché du travail, divers freins au développement (liés aux charges afférentes à mesure que l'entreprise grossit en taille), la mauvaise qualité du dialogue social, le manque de moyens financiers (sous-développement du capital-risque et des autres sources de financement alternatives au crédit bancaire).

Cet environnement expliquerait en partie les particularités du tissu industriel français, à savoir un nombre important de PME et de grands groupes mais un nombre insuffisant d'entreprises de taille intermédiaire (ETI). Et ce chaînon manquant serait une des causes de la sous-performance française à l'exportation, en matière d'innovation et de créations d'emplois. Les grandes entreprises ont un rôle central dans l'économie française : d'après les dernières statistiques de l'INSEE, elles sont 200 à employer 30% des salariés et à réaliser un tiers de la valeur ajoutée marchande¹⁷ (cf. graphique 25). Mais la France aurait probablement à gagner d'une moindre concentration de son tissu productif.

France : un tissu productif concentré



Graphique 25

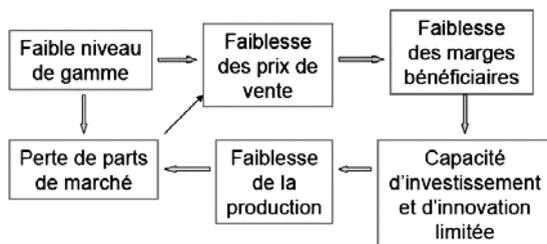
Source : INSEE

Le succès industriel de l'Allemagne est souvent mentionné comme référence, notamment dans le domaine des ETI évoquées ci-dessus. Le cas de la Suède, autre exemple de réussite industrielle, est également riche d'enseignements et pointe plus particulièrement les lacunes de la France en matière d'innovation. C'est de R&D privée que la France manquerait, et plus précisément dans les PME. La R&D dans les grands groupes et la R&D publique se portent bien. En revanche, elles interagissent peu, ce qui nuit à la capacité globale d'innovation.

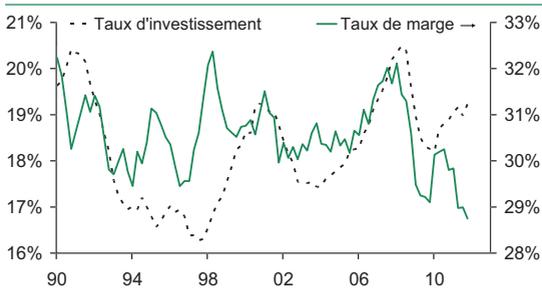
Le degré de concentration du tissu productif et l'insuffisance de la R&D expliquent, à leur tour, en partie, pourquoi l'image de marque du « made in France » n'est pas toujours synonyme de qualité et de différenciation. L'effet d'entraînement des grands groupes et des secteurs haut de gamme est insuffisant et le milieu-bas de gamme est un positionnement difficile à défendre face à la concurrence des pays émergents. Ajouté à une spécialisation géographique et sectorielle pas assez tournée vers les secteurs et, surtout, les pays en croissance, cela explique la plus grande sensibilité des exportations françaises aux variations du change que les exportations allemandes, une sensibilité, qui plus est, asymétrique puisqu'elles souffrent plus d'une appréciation qu'elles ne bénéficient d'une dépréciation.

La désindustrialisation de la France et la faiblesse du taux de marge des entreprises sont autant une conséquence de la perte de compétitivité qu'une de ses causes. Ainsi, le faible poids de l'industrie handicape le commerce extérieur dans la mesure où les exportations sont encore largement l'apanage de ce secteur (80% des exportations sont constituées de produits manufacturés). Et il a d'autres répercussions, l'industrie ayant une importante capacité d'entraînement, source d'externalités positives, d'innovations, de productivité et de savoir-faire. En sens inverse, la faiblesse de la compétitivité rend difficile l'existence d'une industrie forte. Elle est compensée par l'écrasement des marges qui, en retour, contraint fortement le développement de l'activité, selon un processus auto-entretenu (cf. schéma et graphique 26).

Affaiblissement des marges et des positions concurrentielles, le cercle vicieux



France : le danger d'un taux de marge sur le déclin



Graphique 26

Source : INSEE

Quels moyens de redressement ?

Le premier moyen d'augmenter la compétitivité hors coût est d'accentuer la spécialisation dans les industries à forte valeur ajoutée et à contenu technologique élevé, pour à la fois se démarquer et être moins exposé à la concurrence des pays émergents. Un autre moyen, complémentaire, est de se positionner sur les produits bénéficiant d'une demande forte et captive, peu sensible au prix (à l'image du luxe). La stratégie de localisation de la production compte aussi, car elle a des répercussions sur les marges et, plus globalement, sur la croissance. Ainsi, les choix allemands d'externalisation semblent porter leurs fruits, les délocalisations à la française moins.

Le second moyen de redresser la compétitivité passe par une augmentation de la capacité exportatrice, en l'occurrence par un renforcement du tissu industriel, avec plus d'entreprises de taille intermédiaire (capables d'exporter), des PME plus dynamiques et innovantes, sans oublier les grands groupes (dont la force d'entraînement sera d'autant plus puissante que se développeront des relations moins conflictuelles avec leurs fournisseurs et autres sous-traitants). Cet énoncé met les trois types d'entreprises sur un pied d'égalité, mais la priorité pourrait éventuellement être donnée à l'un ou à l'autre. Historiquement, la stratégie industrielle française s'est plutôt appuyée sur les grands groupes, mais l'heure semble venue d'aller chercher le succès autrement et de parier cette fois sur les PME-ETI. Se pose aussi la question du degré d'engagement de l'État, entre un interventionnisme pur et dur ou un interventionnisme indirect, l'État créant les conditions d'un environnement « business friendly ».

Des changements en ce sens sont déjà à l'œuvre, initiés au cours des cinq dernières années et en complément de l'action d'Oséo (la banque publique des PME, créée en juin 2005) et du développement des pôles de compétitivité (lancés en 2004). La réforme de l'université (août 2007), la réduction de l'ISF en cas d'entrée au capital d'une PME non cotée (loi TEPA d'août 2007), l'extension du Crédit Impôt Recherche (septembre 2007), la Loi de Modernisation de l'Économie (LME) et le statut de l'auto-entrepreneur (juillet 2008), la création du Fonds Stratégique d'Investissement (décembre 2008), le lancement du Grand Emprunt et des investissements d'avenir (décembre 2009), la suppression de la taxe professionnelle (décembre 2010) sont autant d'avancées contribuant à regagner en compétitivité.

TVA « sociale » ? Un débat qui n'est pas inutile

L'idée d'introduire une « TVA sociale » répond à la problématique de la compétitivité-coût. Lancée puis abandonnée en 2007, elle a fait son grand retour fin 2011 lorsque Nicolas Sarkozy l'a évoquée dans ses vœux aux Français, parvenant à la faire voter dans le PLFR de février 2012. Son introduction y est fixée au 1^{er} octobre 2012, sous réserve du résultat de l'élection présidentielle, le candidat socialiste F. Hollande ayant indiqué qu'il reviendrait sur cette mesure. Il est prévu que, à cette date, le taux normal augmente de 1,6 point, passant de 19,6% à 21,2%, ce qui doit générer un gain financier de EUR 10,4 milliards. Cette hausse de TVA est combinée à une augmentation de 2 points de la CSG sur les revenus financiers, à 10,2%, qui doit rapporter EUR 2,6 milliards. La somme des deux permet de financer une baisse de EUR 13 milliards des cotisations familiales patronales (sur un total de 35). Il est prévu que cet allègement de charges soit total pour les salaires compris entre 1,6 et 2,1 SMIC puis dégressif jusqu'à 2,4 SMIC où il disparaît.

La mesure ne fait pas l'objet d'un consensus, le débat est même assez âpre. Elle soulève de nombreuses questions, il n'y a donc pas de miracle à en attendre mais c'est une réponse directe à la perte de compétitivité. Elle s'inscrit pleinement dans la logique de réorientation du modèle économique français, de la demande vers l'offre.

Dans une conjoncture fragile et avec des indices de confiance faible, un choc, même d'ampleur limitée, de TVA est un pari risqué. L'impact perçu inflationniste est un autre élément négatif¹⁸. Les effets de la TVA sociale sont positifs sur le papier mais bien plus incertains dans la réalité. Il y a des chances que la mesure glisse, sans effet notable, sur une industrie française trop affaiblie. L'incidence sur les délocalisations ne peut être que marginale tant est grand l'avantage de la main-d'œuvre bon marché des pays émergents. La visibilité de l'impact sur la compétitivité est réduite par les nombreux arbitrages possibles (entre investissement, emploi, innovation, baisse de prix, marges), différents selon chaque entreprise, sa taille, son secteur d'activité, le niveau de qualification et de rémunération de son personnel, son degré d'exposition à la concurrence internationale et l'intensité en capital et en travail de son appareil de production (le bénéfice est censément d'autant plus grand que l'entreprise est dans un secteur concurrentiel et que le coût du travail est une composante déterminante de ses coûts de production et de ses prix de vente).

Le principal bénéfice de la TVA sociale est l'allègement du coût du travail pour les entreprises par une baisse des charges sociales. Une telle réduction présente aussi l'avantage de diminuer le poids des cotisations sociales reconnu trop lourd et pénalisant pour l'emploi. Si elle agit directement sur la compétitivité-coût, la baisse des charges soutient aussi indirectement la compétitivité hors-coût. Elle est profitable à de nombreux égards. Elle augmente, toutes choses égales d'ailleurs, l'excédent brut d'exploitation et donc le taux de marge des entreprises. Les ressources financières ainsi libérées sont disponibles pour investir, embaucher, innover, se relocaliser, se désendetter... Elles peuvent aussi être répercutées dans une baisse des prix de vente (voire une hausse des salaires). Tout cela est bon pour la compétitivité, la croissance, comme en atteste le succès de l'opération en Allemagne.

Les efforts de redressement qui attendent la France sont considérables, peut-être les plus importants jamais exigés sous la Cinquième République. Quel que soit le prochain président élu le 6 mai, celui-ci n'aura d'autre choix que de tenir le cap de la rigueur. Peut être se remémorera-t-il, au moment de prendre ses fonctions, le discours que son lointain prédécesseur, le général de Gaulle, tenait déjà aux Français en 1958. Les mots ont cinquante quatre ans, mais résonnent d'une actualité frappante. Nous les laissons, en guise de conclusion, à l'appréciation de nos lecteurs.

« L'appel qui m'est adressé par le pays exprime son instinct du salut. S'il me charge de le conduire, c'est parce qu'il veut aller, non certes à la facilité, mais à l'effort et au renouveau. [...] En vérité, il était temps. Car, à la veille du démarrage, l'unité française se trouvait sur le point de se briser, entraînant tout à l'effondrement. Bien entendu, le danger s'étendait aux finances et à l'économie. [...] La balance des comptes entre ce qu'il nous fallait acheter au-dehors et ce que nous pouvions y vendre atteignait un déficit apparemment irréductible, tandis que les prêts étrangers se trouvaient presque épuisés. D'ailleurs, on ne voyait plus comment faire face normalement à toutes les dépenses de l'État, les impôts n'y suffisant point et le crédit semblant s'éteindre. [...] Avec mon gouvernement, j'ai donc pris la décision de mettre nos affaires en ordre réellement et profondément [...] nous appliquerons tout un ensemble de mesures financières, économiques, sociales, qui établit la nation sur une base de vérité et de sévérité, la seule qui puisse lui permettre de bâtir sa prospérité. Je ne cache pas que notre pays va se trouver quelque temps à l'épreuve. Mais le rétablissement visé est tel qu'il peut nous payer de tout [...] »

Charles de Gaulle, allocution sur la politique de rigueur, 28 décembre 1958.

*Achévé de rédiger le 2 mai 2012
helene.baudchon@bnpparibas.com*



Bibliographie

Hélène Baudchon et Frédérique Cerisier, « S&P a rendu sa copie », EcoFlash 12-020, 16 janvier 2012

Global Competitiveness Report 2011-2012 du World Economic Forum

Commission européenne, Alert Mechanism Report, 14 février 2012

OCDE, "Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth"

Études économiques de l'OCDE : France 2011 (mars)

Christine Erhel, « Les politiques de l'emploi », Que sais-je ?, PUF, février 2009

D. Sutherland, P. Hoeller et R. Merola, « Consolidation budgétaire : quelle ampleur, quel rythme et quels moyens ? »
OECD Economics Policy Paper, n°1, 12 avril 2012

Patrick Artus et Marie-Paule Virard, « La France sans ses usines », Fayard, octobre 2011. Rapport intermédiaire des
Etats généraux de l'industrie, 5 janvier 2010

INSEE Première, « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait. Nouvelle définition et nouvelles catégories
d'entreprises », n°1399, mars 2012

NOTES

¹ En 2010, le classement « Fortune » des 500 plus grosses entreprises mondiales (par le chiffre d'affaires) répertoriait pas moins de 39 groupes français, dont 11 dans les 100 premières.

² Cette hausse s'est accompagnée de celle des revenus financiers (un petit du quart du RDB aujourd'hui contre un peu plus de 10% en 1980) et de la pression fiscale (près du quart du RDB part aujourd'hui dans les prélèvements fiscaux et sociaux contre pas tout à fait 20% en 1980). Le tout s'est fait au détriment des revenus d'activité qui comptent désormais pour environ 2/3 du RDB, soit 10 points de moins qu'en 1980.

³ Cf. Hélène Baudchon et Frédérique Cerisier, « S&P a rendu sa copie », *EcoFlash* 12-020, 16 janvier 2012.

⁴ Dans le *Global Competitiveness Report 2011-2012* du World Economic Forum, la France est classée 18^{ème} sur 142, en perte de trois places par rapport au classement précédent 2010-2011. La Suisse est en tête de ce classement, les Etats-Unis sont en cinquième position et l'Allemagne sixième. D'après le WEF, la compétitivité de l'économie française gagnerait beaucoup à une plus grande flexibilité du marché du travail. La France est en effet classée 113^{ème} sur ce critère du fait des règles strictes de licenciement et d'embauches et des relations salariat-patronat plutôt conflictuelles.

⁵ L'Estonie est sur la première marche du podium (avec un score total de 7,4), suivie du Luxembourg (score de 7,3), l'Allemagne en troisième position (score de 6,8) et la Grèce est en dernière position (score de 3).

⁶ Commission européenne, *Alert Mechanism Report*, 14 février 2012.

⁷ OCDE, "Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth".

⁸ Demandeurs d'emploi en catégorie A n'ayant exercé aucune activité.

⁹ Catégories A, B, C.

¹⁰ *Études économiques de l'OCDE : France 2011* (mars).

¹¹ Pour plus de détails sur cette question, lire par exemple l'ouvrage de Christine Erhel, « Les politiques de l'emploi », *Que sais-je ?*, PUF, février 2009.

¹² Dans le cas d'une hausse de TVA par exemple, dont le potentiel inflationniste peut gêner l'adoption d'une politique monétaire accommodante permettant d'amortir l'impact de la restriction budgétaire.

¹³ *Révision Générale des Politiques Publiques*, présentée comme un programme de modernisation de l'action de l'Etat, mis en place à l'été 2007 et principal instrument, à ce jour, de maîtrise des dépenses publiques dont la mesure la plus emblématique est la règle du « 1 sur 2 », c'est-à-dire le non-remplacement d'un fonctionnaire sur deux partant à la retraite.

¹⁴ L'expression est reprise de l'OCDE, qui évoque ce sujet, parmi d'autres, pour comprimer les dépenses publiques, dans un article intitulé « Consolidation budgétaire : quelle ampleur, quel rythme et quels moyens ? » (D. Sutherland, P. Hoeller et R. Merola, *OECD Economics Policy Paper*, n°1, 12 avril 2012).

¹⁵ Réalisé conjointement par le ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, la Délégation interministérielle à l'aménagement du territoire et à l'attractivité régionale (Datar), le Centre d'analyse stratégique (CAS) et l'Agence française pour les investissements internationaux (AFII).

¹⁶ Pour un tour d'horizon complet de cette question, cf. par exemple l'ouvrage de Patrick Artus et Marie-Paule Virard, « La France sans ses usines », Fayard, octobre 2011. Et aussi le rapport intermédiaire des Etats généraux de l'industrie, 5 janvier 2010.

¹⁷ INSEE Première, « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait. Nouvelle définition et nouvelles catégories d'entreprises », n°1399, mars 2012.

¹⁸ En réalité, cet impact inflationniste a de fortes chances d'être atténué par la faiblesse de la demande, la pression de la concurrence et la nécessité de maintenir, voire gagner des parts de marché. Les ménages peuvent également lisser le choc sur leur pouvoir d'achat en puisant dans leur épargne.



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

<ul style="list-style-type: none"> • Philippe d'ARVISENET Chef Economiste 	+33.(0)1.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
---	----------------------	------------------------------------

ECONOMIES OCDE

<ul style="list-style-type: none"> • Jean-Luc PROUTAT Responsable 	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Alexandra ESTIOT Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada 	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Hélène BAUDCHON France, Belgique, Luxembourg 	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Frédérique CERISIER Finances publiques, institutions européennes 	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Clemente De LUCIA Zone euro, Italie - Questions monétaires, modélisation 	+33.(0)1.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Thibault MERCIER Espagne, Portugal, Grèce 	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Caroline NEWHOUSE Royaume-Uni, Irlande, Pays nordiques - Supervision des publications 	+33.(0)1.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Catherine STEPHAN Allemagne, Autriche, Suisse 	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Raymond VAN DER PUTTEN Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement - Retraite 	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

<ul style="list-style-type: none"> • Laurent QUIGNON Responsable 	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Delphine CAVALIER 	+33.(0)1.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Céline CHOLET 	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Laurent NAHMIA 	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

<ul style="list-style-type: none"> • François FAURE Responsable 	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faire@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Christine PELTIER Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam 	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Stéphane ALBY Afrique francophone 	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Sylvain BELLEFONTAINE Amérique Latine, Turquie - Méthodologie 	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Pascal DEVAUX Moyen Orient - Scoring 	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Anna DORBEC Russie et autres pays de la CEI 	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Hélène DROUOT Asie 	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Jean-Loïc GUIEZE Afrique anglophone et lusophone 	+33.(0)1.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Johanna MELKA Asie - Flux de capitaux 	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Valérie PERRACINO-GUERIN Amérique latine 	+33.(0)1.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
<ul style="list-style-type: none"> • Alexandre VINCENT Europe centrale et orientale 	+33.(0)1.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com

<ul style="list-style-type: none"> • Michel BERNARDINI Contact Média 	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com
--	----------------------	----------------------------------



Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.
- **EcoTV Week**, le rendez-vous hebdomadaire des économistes de BNP Paribas. Dans un format court, de deux minutes, le programme, présenté par un(e) économiste du groupe, passe en revue les événements de la semaine passée à venir. Ces vidéos sont disponibles sur notre site internet, en français et en anglais.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue Conjoncture reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et 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 sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas 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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(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 l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce 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'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le 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. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains 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 à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du 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.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, 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 autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. 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 à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce 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 par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act. © BNP Paribas (2012). 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.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Baudouin Prot

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Mai 2012 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas



BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

La banque d'un monde qui change

economic-research.bnpparibas.com