

## REPRISE ÉCONOMIQUE

■ Les experts discernent des motifs d'espérer un regain de l'activité économique en France. Quelles pourraient être l'ampleur et la durée de la reprise ? Sans une amélioration de l'investissement des entreprises, notre pays ne tirera pas le meilleur profit du contexte plus favorable qui se dessine, avertit l'économiste Patrick Artus. En dépit de quelques progrès, la fiscalité française dissuade toujours les entrepreneurs de faire preuve d'audace, déplore l'industriel Bruno Granjean. Le coût du travail peu qualifié demeure trop élevé, et les gisements d'emplois qui existent dans le tertiaire restent inexploités, souligne le docteur Sylvain Catherine.



PATRICK ARTUS

La pérennité de la reprise, dont on perçoit des signes encourageants, dépendra de la vigueur de l'investissement des entrepreneurs, argumente l'économiste.\*

## Le retour de la croissance ? Rien n'est joué !

**T**ous les facteurs vont dans le sens d'un soutien important de la demande en France, en 2015 et 2016. La baisse du prix du pétrole, même amplifiée par la dépréciation de l'euro, génère un supplément de revenu pour les pays de 1,2 point de produit intérieur brut ; la politique monétaire très expansionniste de la Banque centrale européenne a conduit à une forte dépréciation (de 22 % depuis le début de 2014) de l'euro par rapport au dollar et à des taux d'intérêt à long terme très faibles (l'Etat français s'endette à moins de 0,50 % à dix ans) : la France a été autorisée par la Commission européenne à repousser dans le temps la correction de son déficit public, qui restera voisin de 4 % du PIB en 2015 et 2016.

La stratégie de politique économique de la zone euro est devenue clairement keynésienne : soutien de la demande par une politique monétaire ultra-expansionniste et par le retour à une politique budgétaire qui ne soit plus restrictive.

Mais, en même temps, on sait que la croissance de long terme, c'est-à-dire potentielle, de la France reste très faible, moins de 1 % par an, en raison de la faiblesse des gains de productivité, eux aussi inférieurs à 1 % par an. Il y a donc contradiction entre une perspective de croissance assez

forte (entre 1,5 % et 2 %) en 2015-2016 et une perspective de croissance à long terme très faible. Durant deux ans, l'emploi augmentera (de 0,5 % en 2015, de 1 % en 2016), puis il y aurait reculé et retourné à la stagnation.

Cette contradiction entre les perspectives de court terme et de long terme est aggravée par le risque financier qui apparaît dans la zone euro. La politique de la Banque centrale européenne (BCE) conduit à des taux d'intérêt extrêmement faibles, même négatifs (les taux d'intérêt sont négatifs au-delà des taux d'intérêt à cinq ans en France et en Allemagne). Les investisseurs se reportent sur les actifs risqués, puisque les actifs sans risque (dettes publiques) ont des rendements trop faibles, les primes de risque sur ces actifs risqués (dettes des banques, des entreprises, des pays périphériques de la zone euro) disparaissent ; de même, les cours boursiers progressent rapidement.

Que peut-il alors se passer dans le futur, vers 2017 ? Probablement le prix du pétrole remontera, avec la baisse de la production des pétroles non conventionnels (pétrole de schiste aux Etats-Unis en particulier) due à la baisse du prix du pétrole ; ceci redressera l'inflation de la zone euro, qui se rapprochera de 2 %, et forcera la BCE à sortir de sa politique très expansionniste, d'où remontée des taux d'intérêt, réouverture des primes de risque, baisse des cours boursiers, réapparition de l'euro.

Il y aura alors de très fortes pertes pour les intermédiaires financiers (assureurs,

fonds de pension) qui auront acheté auparavant des actifs financiers à des prix trop élevés, qui auront investi en actifs risqués sans toucher les primes de risque normalement associées.

Le risque pour 2017 est donc l'addition du retour à une croissance très basse, avec la croissance de long terme très faible, avec la remontée du prix du pétrole, avec la fin de la politique monétaire très expansionniste de la BCE, et d'une crise financière, avec les pertes en capital des investisseurs ; avec de plus la nécessité de corriger les déficits publics dans un environnement de croissance faible et de taux d'intérêt plus élevés.

Comment éviter ce risque ? La seule manière envisageable est qu'il y ait, en 2015-2016, un redressement très important de l'investissement des entreprises françaises, qui aujourd'hui stagne et est presque de 10 % inférieur à son niveau de 2007. Une hausse substantielle de l'investissement des entreprises françaises accroîtrait le capital disponible, la productivité, la croissance de long terme, limiterait le recul de la croissance lorsque le prix du pétrole remontera, éviterait la crise financière en validant, grâce à une croissance potentielle plus forte le prix élevé des actifs financiers.

Sans cette réprise de l'investissement des entreprises, le choc négatif, dans quelques années, de croissance et sur les marchés financiers serait très sévère.

Les conditions semblent favorables à une reprise de l'investissement des entreprises en France : soutien puissant de la demande ; redressement

de la croissance ; retour à des conditions favorables du crédit bancaire - les banques françaises pourraient prêter plus aux entreprises à des taux très bas (2,50 % en moyenne pour un crédit à sept ans) ; redressement des marges bénéficiaires des entreprises, avec la baisse du coût de l'énergie et avec la dépréciation de l'euro, qui permet d'augmenter les prix de vente.

Cependant, les enquêtes, les indications disponibles ne semblent pas montrer une volonté des entreprises françaises d'accroître leurs investissements.

Il reste évidemment de nombreux problèmes non résolus du côté de l'offre qui peuvent expliquer la prudence des entreprises vis-à-vis des investissements : déficiences du système de formation professionnelle, règles du marché du travail, pression fiscale élevée ; il reste un déficit considérable de compétitivité - coût de la France vis-à-vis d'autres pays de la zone euro, comme l'Espagne, qui attire beaucoup d'investissements.

La reprise de l'investissement des entreprises françaises dans les deux prochaines années est donc une question centrale. Si elle ne se produit pas, il y aura simplement croissance rapide mais transitoire de la demande des ménages, suivie d'une réchute sévère accompagnée probablement d'une crise financière ; si elle se produit grâce à la multiplicité des chocs favorables et malgré l'insuffisance des politiques de l'offre, la croissance se poursuivra à moyen terme.

\*Chef économiste de la banque Natixis.

## Les entrepreneurs toujours prudents

**L**a question que se posent de nombreux chefs d'entreprise, notamment dans l'industrie, est de savoir si le moment de réinvestir est venu et s'il convient de le faire en France ou à l'étranger. La logique du chef d'entreprise au moment de décider d'investir pourrait être comparée à celle d'un surfeur. Il lui faut trouver un bon « spot », exécuter la bonne manœuvre pour « prendre la vague » et surfer ensuite jusqu'au rivage en gardant l'équilibre.

La France est-elle un bon « spot » pour investir ? Pour l'industrie la réponse depuis dix ans a été clairement négative. Les choses évoluent désormais lentement dans la bonne direction avec un environnement qui redévoit compétitif grâce aux efforts de modération salariale en France (relativement à l'Allemagne) ainsi qu'au CICE. Les écarts sont cependant loin d'être absents avec un environnement social français anxiogène, des normes qui découragent la prise de risque, et des prélevements antécédents dont le symbole est une taxe sur la valeur ajoutée (CVAE) et une taxe foncière à deux

ne sera plus comme avant la crise de 2008. La grande vague de croissance liée à la globalisation fait désormais place à des « vaguelettes » dont la durée et l'amplitude sont erratiques.

La troisième question est de savoir si un investissement sera efficace, s'il permettra de s'adapter à de nouvelles conditions économiques, de profiter de l'évolution des techniques pour gagner en productivité ou conquérir des parts de marché. Des progrès technologiques autour de l'usine du futur et du numérique répondent à ces critères, l'efficacité énergétique est également un domaine d'avenir avec un nouveau modèle économique qui justifie des investissements. Ce sont des opportunités qu'un chef d'entreprise doit savoir saisir.

Pour un entrepreneur digne de ce nom, faire preuve d'ambition, se remettre en cause, ne pas tomber dans une vision étiquetée ou une attitude victimitaire sont une obligation. Cependant, en considérant le contexte français et mondial ainsi que l'évolution des technologies, il est aujourd'hui très peu probable de voir les entreprises françaises sortir d'une posture prudente et reconstruire massivement leur politique d'investissement. Le moment est venu des projets très ciblés dont la part de risque est limitée.

Relancer l'investissement de manière significative ne pourra se faire qu'au prix d'un choc fiscal positif du même ordre que celui réalisé pour le crédit d'impôt recherche. Une politique fiscale qui favoriserait l'investissement au détriment du versement de dividendes permettrait aux exportateurs de restaurer leurs marges et symboliserait la priorité enfin donnée aux investissements productifs. Des robots plus que des robots-points !

Il n'y a pas de miracle à attendre d'une hypothétique reprise mais un ensemble de décisions que notre société doit prendre pour donner les moyens de réussir à la base industrielle française exposée à la compétition mondiale. Investir dans son secteur productif est le meilleur placement possible pour la France.

## Osons affronter la question du smic

**Q**ue peut-on attendre, sur le front de l'emploi, de l'embellie qu'annoncent les baisses du prix du pétrole et de l'euro ? Dans un pays où le chômage gravite autour de 9 % depuis plus de trente ans, pas grand-chose. En revanche, un retour de la conjoncture faciliterait des réformes structurelles trop longtemps différées. Mais leur mise en œuvre nécessite d'accepter un diagnostic difficile.

Le chômage se concentre dans les professions proches du smic et parmi les non-qualifiés. Les diplômés du supérieur, même d'un cycle court, sont au « plein-emploi ». C'est donc sur la question du salaire minimum et de la formation que doit porter l'effort de réforme. Si la performance du système éducatif est primordiale à long

les services à la personne. Ces emplois étant moins rémunérés, les pays ayant pleinement accepté cette transition ont maintenu un chômage structurel faible au prix d'une hausse des inégalités salariales. La France, de son côté, a opté pour un salaire minimum parmi les plus élevés de l'OCDE, alors qu'elle dispose d'une population non diplômée nettement plus importante qu'en Allemagne, aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Elle a contenu les inégalités de salaires en privant d'emploi les moins qualifiés.

Baisser le coût minimal du travail pour réduire le chômage n'est pas une idée nouvelle ni originale. Les politiques n'y sont pas restées sourds. Mais alors que les allégements de cotisations patronales sur les bas salaires se sont succédé depuis le gouvernement Juppé, leur effet a été annulé par les hausses répétées du salaire minimum. Depuis 1996, le coût du smic, charges comprises, a crû plus rapidement que celui d'un emploi au salaire médian. C'est cette dynamique qui rend inemployable une fraction croissante de la population et qu'il faut inverser.

Le salaire minimum n'est pas l'unique cause d'exclusion sur le marché du travail. La seconde grande fracture est causée par la protection excessive des CDI, qui enferme des millions de salariés dans des situations précaires en les forçant à engranger intérim, CDD et stages. Sa résolution passe par un contrat unique.

Ces deux fractures sont filées d'une même erreur philosophique, celle de considérer que l'entreprise est le lieu de la redistribution. La protection excessive de l'emploi et un salaire minimum élevé aboutissent à faire payer aux employeurs potentiels le coût de la solidarité nationale, en conditionnant l'embauche à la promesse de garantir le niveau et la stabilité de revenu que la société juge minimaux. C'est le principe du politeur-pateur à l'envers, la mise à l'amende des créateurs d'emplois et, au final, leur découragement. Réformer ce système d'incitations à contresens devrait être la priorité du législateur.

\* Doctorant en finances à HEC Paris. A participé avec Augustin Landier et David Thesmar à la récente étude de l'Institut Montaigne « Marché du travail : la grande fracture ».



BRUNO GRANJEAN

Malgré quelques améliorations, la fiscalité française décourage toujours les chefs d'entreprise d'investir dans notre pays, plaide le président du directoire de Redex SA.

étages (taxe foncière + cotisation foncière) uniques dans les pays développés. On taxe des investissements avant qu'ils ne rapportent le moindre euro de bénéfice !

La seconde question que se pose un chef d'entreprise avant d'investir est de savoir si la vague de la croissance est de retour. Impossible de prédire quel sera le contexte de fin 2015, mais les désordres de l'économie chinoise, la multiplication des conflits à travers le monde ou un climat de violence en France semblent démontrer que rien



SYLVAIN CATHERINE

La France fait porter sur les créateurs d'emplois le coût de la solidarité nationale, déplore le docteur\*.

terme, la variable clé, à moyen terme, reste celle du coût minimal du travail.

La réserve d'emplois accessibles aux non-qualifiés est considérable. En comparaison des Etats-Unis, la France souffre d'un déficit de plus de 2 millions d'emplois dans le commerce et l'hôtellerie-restauration. Ce déficit n'a que peu à voir avec les aléas de la conjoncture et avait été identifié dès 1996 par Thomas Piketty. Pourquoi ces secteurs sont-ils atrophies dans un pays première destination touristique mondiale ? Même dans l'éducation et la santé, rattraper les Etats-Unis créerait plus de 1 million d'emplois.

Pour ce faire, la France doit accepter que la hausse des inégalités de salaires constitue un moindre mal que le chômage de masse. Dans l'ensemble des économies avancées, la robotisation et l'informatique ont réduit les besoins d'ouvriers et de secrétaires. Le déclin de ces métiers est cependant accompagné d'une croissance de l'emploi dans le commerce, la restauration ou encore