

# SPECIAL REPORT

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

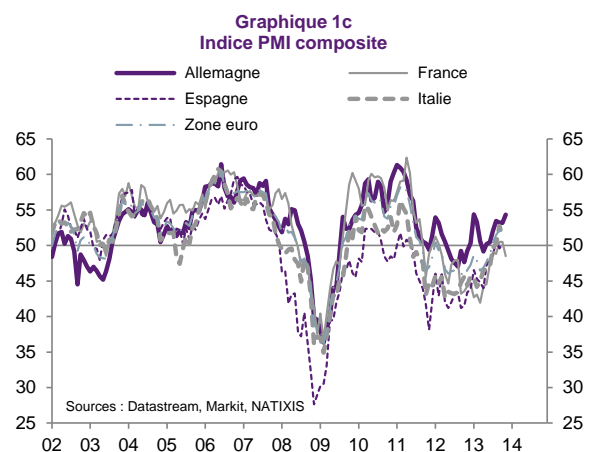
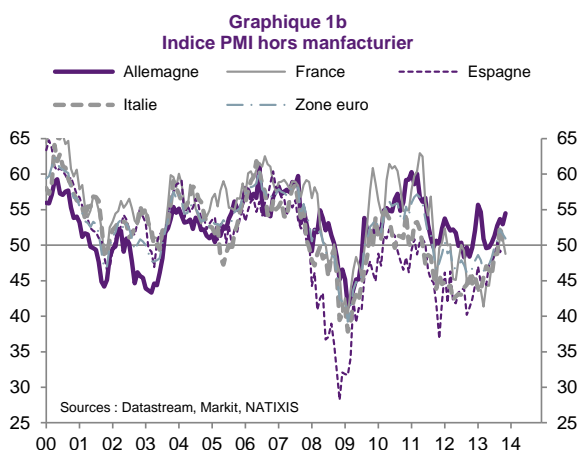
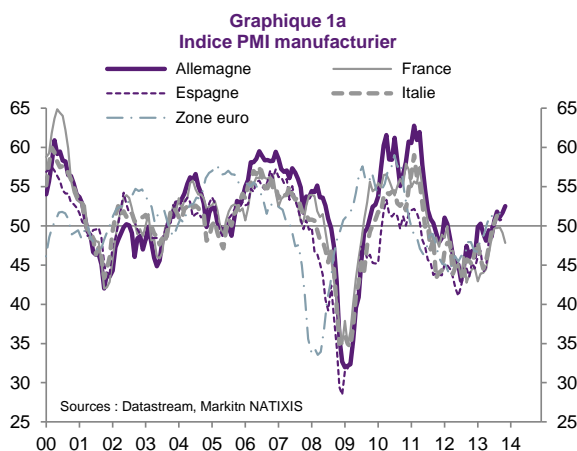
29 novembre 2013 - N° 185

Patrick ARTUS

### Quelle est la capacité prévisionnelle des PMIs, ou : faut-il s'inquiéter pour la France ?

#### 1. Inquiétude concernant la France

Nous regardons les quatre plus grands pays de la zone euro et la zone euro prise globalement. Les évolutions récentes des PMIs montrent une perspective très négative pour la France par rapport au reste de la zone euro (graphiques 1a-1b-1c).



Pourtant, les prévisions existantes ne passent pas le même message (tableau 1 en annexe), avec une croissance prévue pour la France semblable à celle de l'ensemble de la zone euro.

**Faut-il alors fortement réviser à la baisse les prévisions de croissance de la France pour 2014 et 2015 ?**

Ceci dépend :

- de la fiabilité des PMIs comme indicateurs avancés de la croissance du PIB ;
- de l'horizon temporel auquel les PMIs donnent de l'information sur la croissance du PIB : peut-on se servir des PMIs aujourd'hui pour prévoir la croissance du PIB en 2014 ?

Nous trouvons que le PMI (plutôt manufacturier) de la France prédit bien :

- le glissement annuel du PIB en volume avec un trimestre d'avance ;

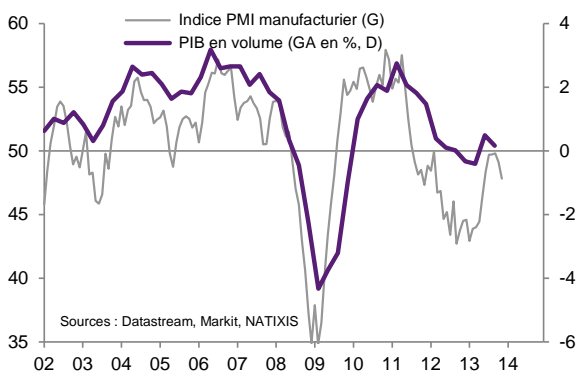
- la croissance trimestrielle du PIB en volume du même trimestre.

La croissance française devrait donc être négative au quatrième trimestre 2013 et au premier trimestre 2014 si on suit les PMIs.

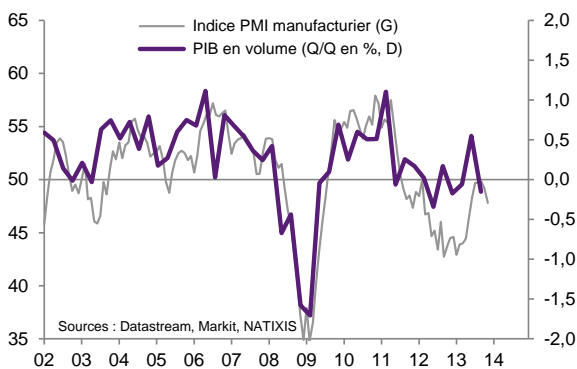
## 2. Lien entre PMIs et croissance future du PIB en France

Nous allons donc comparer les PMIs et la croissance du PIB (graphiques 2a-2b, 3a-3b, 4a-4b) dans le cas de la France.

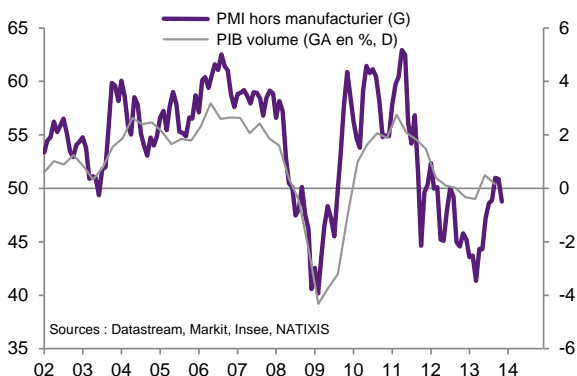
**Graphique 2a**  
France : indice PMI manufacturier et croissance du PIB



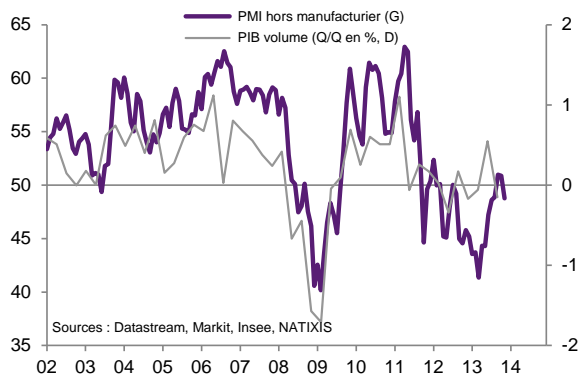
**Graphique 2b**  
France : indice PMI manufacturier et croissance du PIB



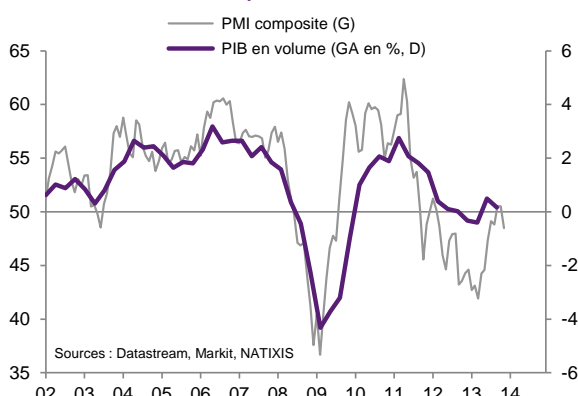
**Graphique 3a**  
France : PMI hors manufacturier et croissance du PIB volume



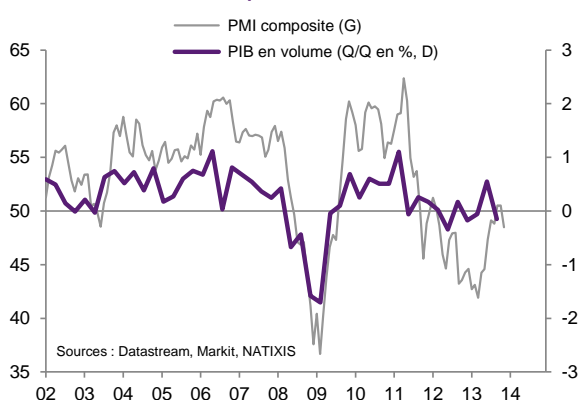
**Graphique 3b**  
France : PMI hors manufacturier et croissance du PIB volume



**Graphique 4a**  
France : PMI composite et croissance réelle



**Graphique 4b**  
France : PMI composite et croissance réelle



Le tableau 1 montre que les PMI prédisent le glissement annuel du PIB de la France avec un trimestre d'avance et qu'il vaut mieux utiliser le PMI manufacturier. Le tableau 2 en annexe montre que les PMI prédisent la croissance trimestrielle du PIB courant, et qu'il vaut mieux utiliser le PIB manufacturier.

## 3. Faut-il s'inquiéter pour la croissance française en 2014 ?

L'évolution des PMIs pour la France est très inquiétante. S'agit-il d'indicateurs suffisamment fiables et suffisamment pertinents avec un horizon de plusieurs trimestres pour que cette évolution récente des PMIs doive inquiéter sur la croissance de la France en 2014 ?

Les PMI manufacturiers de la France prédisent bien :

- la croissance en glissement annuel du PIB avec un trimestre d'avance ;
- la croissance trimestrielle du PIB courant.

On va donc avoir (graphiques 2a-2b plus haut) normalement <sup>(1)</sup> :

- un PIB en glissement annuel négatif au premier trimestre 2014 ;
- un PIB en croissance trimestrielle négative au quatrième trimestre 2013.

**Tableau 1**  
Prévisions de croissance 2013-2015

Allemagne	2013	2014	2015
FMI	0,5	1,4	1,4
OCDE	0,5	1,7	2
Consensus Forecast*	0,5	1,7	1,7
Commission Européenne	0,5	1,7	1,9
NATIXIS	0,5	1,5	1,6
Espagne	2013	2014	2015
FMI	-1,3	0,2	0,5
OCDE	-1,3	0,5	1
Consensus Forecast*	-1,3	0,5	1,4
Commission Européenne	-1,3	0,5	1,7
NATIXIS	-1,3	0,7	1,3
Zone euro	2013	2014	2015
FMI	-0,4	1,0	1,4
OCDE	-0,4	1	1,6
Consensus Forecast*	-0,4	0,9	1,3
Commission Européenne	-0,4	1,1	1,7
NATIXIS	-0,4	0,8	1,1
France	2013	2014	2015
FMI	0,2	1,0	1,5
OCDE	0,2	1	1,6
Consensus Forecast*	0,1	0,8	1,1
Commission Européenne	0,2	0,9	1,7
NATIXIS	0,0	0,6	1,0
Italie	2013	2014	2015
FMI	-0,4	1,0	1,4
OCDE	-1,9	0,6	1,4
Consensus Forecast*	-1,8	0,5	1,3
Commission Européenne	-1,8	0,7	1,2
NATIXIS	-1,9	0,2	0,7

\* 2015 = moyenne de T1 et T2

Sources : FMI, OCDE, Consensus Forecasts, Natixis

**Tableau 2**

**France : corrélation entre le PIB volume (GA en %) et le PMI manufacturier (trimestrialisé) sur la période de 2002-2013 : PIB en volume (GA en %) du trimestre t avec le PMI des trimestres t à t - 4**

t	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
0,77	0,85	0,77	0,53	0,24

**France : corrélation entre le PIB volume (GA en %) et le PMI hors manufacturier (trimestrialisé) sur la période de 2002-2013**

t	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
0,75	0,79	0,73	0,54	0,26

**France : corrélation entre le PIB volume (GA en %) et le PMI composite (trimestrialisé) sur la période de 2002-2013**

t	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
0,76	0,83	0,78	0,57	0,28

Sources : Datastream, Markit, Natixis

(1) Notons néanmoins que la corrélation PIB/PMI semble s'être affaiblie depuis 2012, le climat social actuel pouvant en outre contribuer au pessimisme des entrepreneurs.

Tableau 3

France : corrélation entre le PIB volume (Q/Q en %) et le PMI manufacturier (trimestrialisé)  
sur la période de 2002-2013 : PIB en volume (Q/Q : croissance du trimestre) avec le PMI des trimestres t à t - 4

t	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
0,75	0,52	0,27	0,04	-0,12

France : corrélation entre le PIB volume (Q/Q en %) et le PMI hors manufacturier (trimestrialisé)  
sur la période de 2002-2013

t	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
0,68	0,44	0,36	0,09	-0,14

France : corrélation entre le PIB volume (Q/Q en %) et le PMI composite (trimestrialisé)  
sur la période de 2002-2013

t	t - 1	t - 2	t - 3	t - 4
0,74	0,50	0,35	0,09	-0,12

Sources : Datastream, Markit, Natixis

## Avertissement/Disclaimer

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

**This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.**

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the *Autorité de Contrôle Prudentiel* and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

Natixis, a foreign bank and broker-dealer, makes this research report available solely for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6 under the U.S. Securities Act of 1934. This document shall not be distributed to any other persons in the United States. All major U.S. institutional investors receiving this document shall not distribute the original nor a copy thereof to any other person in the United States. Natixis Securities Americas LLC a U.S. registered broker-dealer and member of FINRA is a subsidiary of Natixis. Natixis Securities Americas LLC did not participate in the preparation of this research report and as such assumes no responsibility for its content. This research report has been prepared and reviewed by research analysts employed by Natixis, who are not associated persons of Natixis Securities Americas LLC and are not registered or qualified as research analysts with FINRA, and are not subject to the rules of the FINRA.