



France

Vers une baisse de régime de la croissance au deuxième trimestre ?

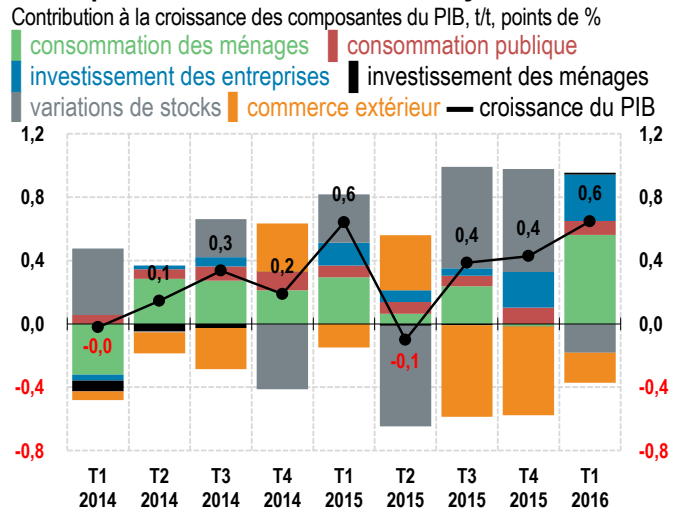
- Après un premier trimestre de croissance robuste (+0,6% t/t), nous nous attendons à un contrecoup au deuxième trimestre et prévoyons une croissance de 0,2% t/t.
- Une partie des effets positifs qui ont soutenu la forte progression de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises devrait, en effet, aller en se dissipant.
- Les données d'activité et d'enquêtes disponibles jusqu'ici portent la trace de cette baisse de régime mais sans pour autant marquer une franche détérioration.
- Il reste aussi à voir dans quelle mesure l'activité et les enquêtes de confiance seront impactées, négativement, par les grèves et les intempéries des mois de mai et juin et, positivement, par les retombées de l'Euro 2016.

Au premier trimestre de cette année, la croissance française a été plus robuste qu'attendu et, qui plus est, revue en hausse par l'INSEE lors de sa deuxième estimation, à 0,6% en rythme trimestriel contre 0,5% initialement (cf. graphique 1). La croissance française ressort ainsi légèrement supérieure à celle de la zone euro (0,5% t/t) alors que, pour mémoire, elles sont analogues en moyenne sur longue période. Surtout, elle s'appuie sur de bonnes bases, à savoir une forte progression de la consommation des ménages (+1% t/t) et de l'investissement des entreprises (+2,4% t/t). De plus, l'investissement des ménages s'inscrit désormais en légère hausse (0,3% t/t), pour la première fois depuis trois ans, un petit mieux plus conforme aux autres signes de sortie de crise du secteur de la construction. Avec la progression encore soutenue de la consommation publique (0,4% t/t), la contribution à la croissance de la demande intérieure finale atteint ainsi 1 point de pourcentage : il faut remonter à 2007 pour retrouver une contribution aussi élevée. Et la croissance aurait pu être plus forte encore n'eût été la contribution négative de 0,2 point des variations de stocks et du commerce extérieur¹.

Cette vigueur soudaine ne devrait toutefois pas durer, du moins à court terme. Le rythme de hausse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises n'est, en effet, pas soutenable car, en partie, alimenté par des facteurs dont les effets positifs devraient aller en s'atténuant. On pense, en particulier, aux gains de pouvoir d'achat issus de la forte baisse des prix du pétrole et à la mesure de suramortissement qui a accru l'incitation fiscale à investir. Pour la consommation des ménages, il y a aussi un rattrapage après les effets négatifs sur les chiffres du quatrième trimestre 2015 de la météo hivernale clémente et des attentats terroristes de novembre à Paris. Par ailleurs, la contribution des variations de stocks devrait être encore négative. Elle ne l'a été que modérément au premier trimestre : la correction, très partielle après deux trimestres de fortes contributions positives, devrait se poursuivre. *A contrario*, le

¹ Pas de progression des exportations (la mauvaise surprise du chiffre de croissance du premier trimestre) alors que les importations ont augmenté de 0,6% t/t.

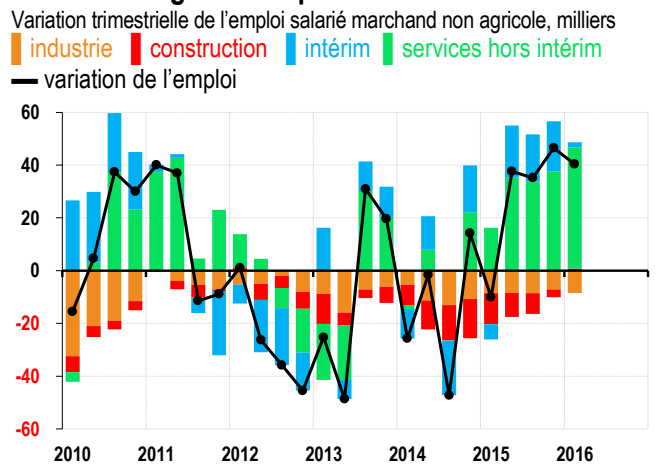
Composition de la croissance française



Graphique 1

Source : INSEE

Redémarrage de l'emploi



Graphique 2

Source : INSEE

redémarrage de l'emploi, bien qu'encore modeste (+0,3% t/t au premier trimestre, comme les trois trimestres précédents, cf. graphique 2), est un élément consolidant la croissance, à même d'atténuer le contrecoup attendu.

On ne trouve encore que des signes limités de cette baisse de régime pressentie de la croissance dans les données mensuelles d'activité aujourd'hui disponibles. Les dépenses de consommation des ménages en biens ont, en particulier, à peine reculé en avril (-0,1% m/m). Et le mois de mars ayant été fortement revu en hausse (à +1,1% m/m contre +0,2% initialement), l'acquis de croissance pour le deuxième trimestre est de +0,7% t/t. Les exportations de marchandises ont rebondi en avril (1,8% m/m, données en valeur), mais, sur un an, elles accusent un recul de 3,4%. Et la détérioration



de la composante 'nouvelles commandes à l'export' du PMI manufacturier suggère qu'il y a encore un potentiel de baisse. La production industrielle a aussi, nettement, rebondi en avril (+1,2% m/m), suffisamment pour que son acquis de croissance pour le deuxième trimestre repasse en positif (+0,5% t/t). Mais son momentum reste négatif (cf. graphique 3). Sur la base de ces données d'activité, notre modèle de « nowcasting » prévoit une croissance de 0,3% t/t au deuxième trimestre (cf. graphique 5).

S'agissant des enquêtes de confiance, disponibles jusqu'en mai, il y a du positif et du négatif (cf. graphique 4). Après s'être effrités sur les premiers mois de l'année, les enquêtes INSEE et les indices PMI de Markit sur le climat des affaires s'inscrivent, en effet, en légère hausse par rapport au premier trimestre. Le PMI composite reste, certes, à un niveau peu élevé (50,9 en mai), correspondant à une croissance à peine positive, mais le niveau de l'indice composite de l'INSEE (102 en mai) est, lui, compatible avec une croissance trimestrielle avoisinant 0,5%. Seule l'enquête de la Banque de France pointe dans le sens d'une décélération de la croissance, ce qui a amené la banque centrale à abaisser sa prévision de croissance pour le deuxième trimestre, de 0,3 à 0,2% t/t. Nous partageons cette prévision, qui est aussi celle de notre modèle de « nowcasting » sur la base, cette fois, des données d'enquêtes.

Le détail par secteurs d'activité offre un éclairage complémentaire. Pour l'enquête de l'INSEE, le mieux est généralisé à l'ensemble des secteurs (industrie, services, commerce et bâtiment). Mais cette bonne nouvelle est relativisée par le signal de moins bon augure des PMI et de l'enquête de la Banque de France, avec un climat des affaires divergeant entre une détérioration dans le secteur manufacturier et une amélioration dans les services.

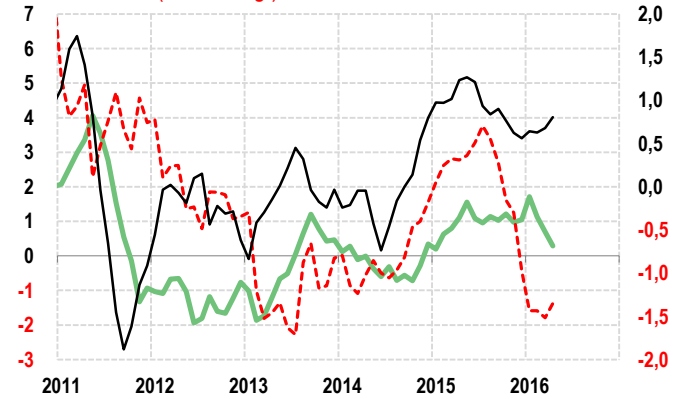
Par ailleurs, il reste à voir dans quelle mesure l'activité et les enquêtes de confiance auront été perturbées par les manifestations, les grèves et les intempéries des mois de mai et juin. Ce sont des événements de nature à peser, ponctuellement, sur l'activité et la confiance au niveau microéconomique, sectoriel. Mais au niveau macroéconomique, il ne nous semble pas que la gêne occasionnée ait été suffisamment importante, à ce stade du moins, pour avoir un impact négatif visible sur la croissance.

Par rapport aux épisodes historiques comparables auxquels on peut se référer, les perturbations actuelles sont plus proches de l'épisode d'octobre 2010 que de celui de novembre-décembre 1995 (protestations contre, respectivement, la réforme des retraites Fillon et Juppé). Fin 2010, il y avait, en effet, eu aussi des blocages de raffineries et des craintes de pénurie d'essence. S'il est difficile de détecter un impact sur la croissance du quatrième trimestre 2010, le climat des affaires du mois de novembre 2010 semble avoir accusé le coup. Et le recul limité de la production industrielle (-0,4% m/m en octobre 2010) masque un effondrement de 60% m/m dans la branche cokéfaction et raffinage (suivi d'un bond de 115% m/m en novembre). Fin 1995, d'après l'INSEE, les perturbations (très importantes dans les transports en commun) auraient coûté 0,2-0,3 point de croissance au quatrième trimestre. Du côté des enquêtes du mois de décembre 1995, la confiance des ménages a été plus visiblement affectée que le climat des affaires. De plus, aujourd'hui, comme cela avait été le cas hier, il faut aussi compter sur un effet rattrapage et

Dynamique conjoncturelle

Variation 6m/6m, %

— Dépenses de consommation des ménages en biens (volume, é. d.) — Production industrielle (volume, é.g.) — Exportations de marchandises (valeur, é.g.)

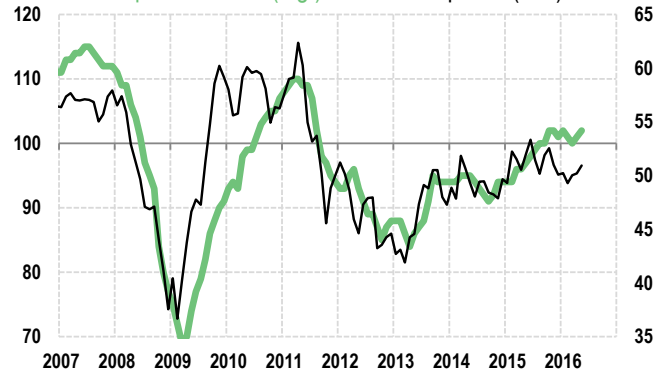


Graphique 3

Sources : INSEE, Douanes

Climat des affaires

— indice composite INSEE (é.g.) — PMI composite (é.d.)

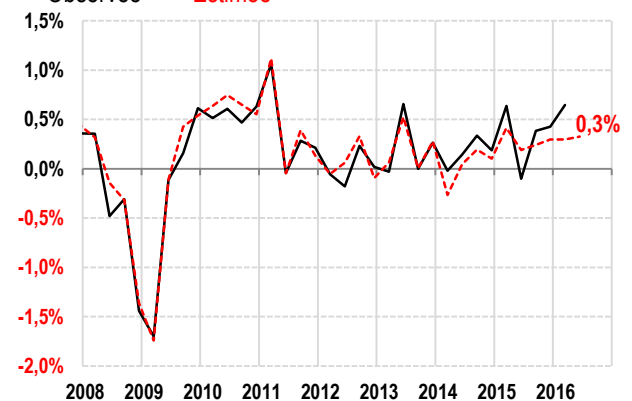


Graphique 4

Sources : INSEE, Markit

Croissance trimestrielle du PIB français

— Observée — Estimée



Graphique 5

Sources : INSEE, BNP Paribas

reconstruction, ultérieurement favorable à l'activité. Enfin, l'Euro 2016 devrait également avoir des retombées économiques positives.