

## France

### Nouvel accroc à la croissance

- Au deuxième trimestre 2016, la croissance française a été nulle. Ce nouvel à-coup, un peu plus marqué qu'attendu, est toutefois ponctuel.
- Les signes plutôt positifs du côté du marché du travail viennent aussi relativiser la mauvaise surprise de la croissance.
- Un rebond devrait s'ensuivre au troisième trimestre mais il s'annonce peu vigoureux au regard des données d'activité et d'enquêtes actuellement disponibles (hausse attendue du PIB de 0,3% t/t). Ce manque d'allant caractérise la reprise dans son ensemble.

Le chiffre nul de la croissance au deuxième trimestre est la principale mauvaise surprise économique de l'été<sup>1</sup>. Un contrecoup était attendu après la forte croissance du premier trimestre (+0,7% t/t) mais il s'avère plus marqué que prévu, avec une stagnation du PIB alors que nous anticipions une progression de 0,2% t/t, l'INSEE et la Banque de France tablant quant à eux sur 0,3% t/t. Presque toutes les composantes de la croissance ont contribué à cette contre-performance.

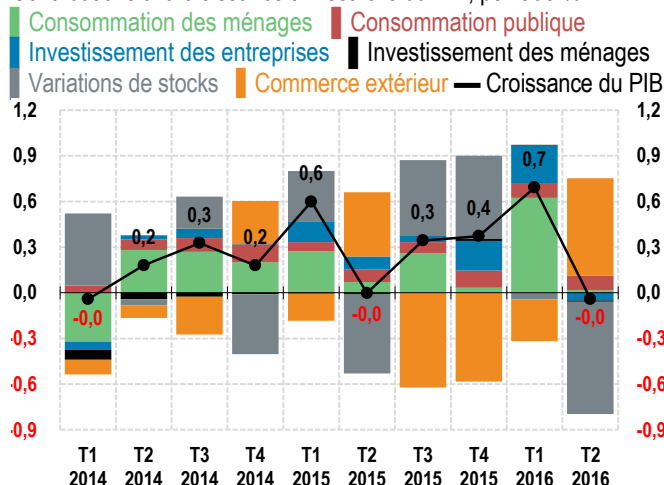
L'évolution de la consommation des ménages est certes un peu moins défavorable qu'attendu (stagnation au lieu d'un léger repli) mais celle de l'investissement, des exportations et des variations de stocks est plus défavorable avec un recul, peu important mais inattendu, de l'investissement (-0,2% t/t) et des exportations (-0,1% t/t), et une contribution plus négative des variations de stocks de -0,7 point de pourcentage. Ce qui évite à la croissance d'être négative, c'est la progression toujours soutenue de la consommation publique (0,4% t/t) et la contribution très positive des importations. Ces dernières accusent, en effet, un recul prononcé (-2% t/t) à relier à celui de la demande intérieure. La contribution négative des variations de stocks se retrouve ainsi contrebalancée par celle, très positive, du commerce extérieur (+0,6 point) et celle, tout juste positive, de la demande intérieure finale (+0,1 point, cf. graphique).

Ce passage à vide de la croissance au deuxième trimestre ne doit toutefois pas inquiéter outre-mesure. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises ne font que subir, en effet, une correction, marquée mais ponctuelle, après leur forte progression du trimestre précédent. S'agissant de la consommation des ménages, le contrecoup fait suite aux achats de billets et de nouveaux téléviseurs en vue de l'Euro 2016 de football. La baisse des exportations au deuxième trimestre en porte d'ailleurs aussi la trace (les ventes de billets pour l'Euro 2016 auprès des étrangers étant comptabilisées dans les exportations de services aux ménages). S'agissant de l'investissement des entreprises, son recul (-0,4% t/t) est en partie attribuable à l'expiration du dispositif de

<sup>1</sup> Les comptes nationaux trimestriels ici commentés sont ceux publiés en deuxième estimation, le 26 août 2016. Par rapport à la première estimation du 29 juillet, la stabilité du PIB est confirmée, les diverses révisions au niveau des composantes se compensant.

### Le profil heurté de la reprise

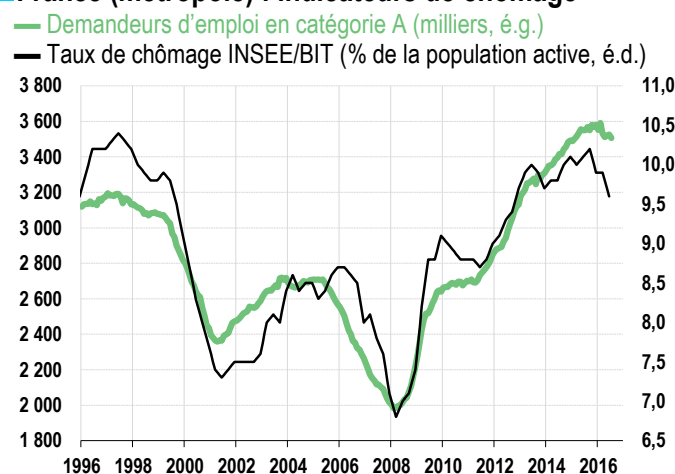
Contributions à la croissance trimestrielle du PIB, point de %



Graphique 1

Source : INSEE

### France (métropole) : indicateurs de chômage



Graphique 2

Sources : INSEE, Pôle emploi

suramortissement initialement prévue en avril 2016. Celui-ci étant finalement prorogé jusqu'au 31 décembre 2017, ses effets positifs sur l'investissement productif devraient reprendre et se faire sentir jusque-là. Les résultats de la dernière enquête de l'INSEE sur les investissements dans l'industrie (menée en avril) sont, à ce sujet, de bon augure puisque les chefs d'entreprise continuent d'anticiper une nette progression de leur investissement en valeur en 2016 (+6%). On peut également considérer comme ponctuel le repli de l'investissement des ménages (-0,2% t/t). Il illustre la fragilité de la reprise du secteur mais ne la remet pas en cause si l'on en croit l'orientation toujours favorable des mises en chantier et des ventes de logements. Enfin, parmi les facteurs ayant pesé ponctuellement sur l'activité au deuxième trimestre, il faut aussi citer les



mouvements sociaux en mai et juin qui ont affecté la production dans les raffineries. Celle-ci a chuté de 14% t/t et constitue l'explication principale au recul de 0,9% t/t de la production manufacturière.

Sur le front du marché du travail, les signes de mieux se poursuivent, même s'ils sont limités et fragiles. Le nombre des demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A tend ainsi à reculer mais pas franchement, relativisant la nette baisse du taux de chômage au deuxième trimestre (-0,3 point, à 9,9% de la population active, cf. graphique 2)<sup>2</sup>. Du côté de l'emploi salarié, les créations nettes dans le secteur marchand sont dans le vert depuis le deuxième trimestre 2015 mais en voie de décélération sur les deux derniers trimestres (24 000 créations nettes au deuxième trimestre 2016 après 37 000 au premier trimestre et 47 000 au quatrième trimestre 2015, cf. graphique 3). Au final, l'amélioration de la situation sur le marché du travail, même modeste, vient en renfort de la croissance et constitue un soutien durable. Il n'est, de plus, pas le seul : le redressement en cours du taux de marge des entreprises y contribue aussi.

Un rebond technique de la croissance au troisième trimestre paraît assuré dès lors que les facteurs négatifs temporaires à l'œuvre au deuxième trimestre ne joueront plus au troisième. Toutefois, les données mensuelles d'activité les plus récentes ne laissent pas augurer un rebond vigoureux. Les dépenses de consommation des ménages en biens ont, en effet, accusé en juillet leur quatrième mois consécutif de recul. Il est moins sévère qu'en mai et juin (-0,2%, -0,7% et -0,8% m/m, respectivement) mais l'acquis de croissance pour le troisième trimestre n'en est pas moins très négatif (-1% t/t). Du côté de la production, le dernier chiffre disponible est celui de juin : il termine le deuxième trimestre sur une note négative avec un recul de 0,8% m/m et laisse un acquis de croissance de -0,7% pour le troisième trimestre.

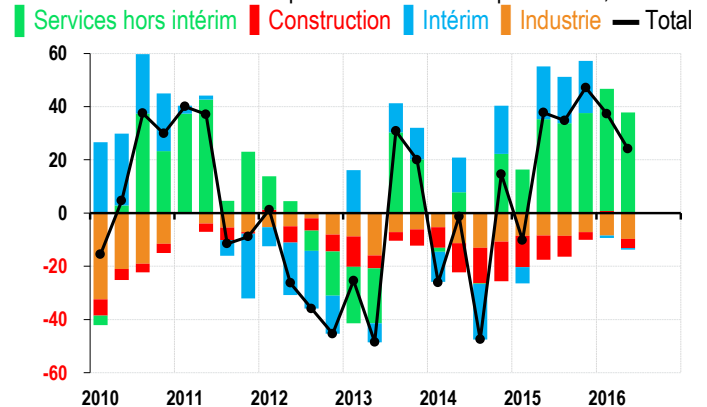
Les enquêtes sur le climat des affaires, disponibles jusqu'en août, laissent une impression mitigée. Elles sont globalement stables depuis quelques mois, traduisant à la fois la résistance à la baisse de la croissance et son absence d'élan (cf. graphique 4). En août, l'indice composite de l'INSEE a reperdu 1 des 2 points gagnés en juillet. A 101, il se situe à un niveau compatible avec une croissance trimestrielle de l'ordre de 0,3-0,4%. La Banque de France, sur la base de ses propres enquêtes, prévoit 0,3% t/t de croissance au troisième trimestre. Notre modèle de *nowcasting* aboutit à une estimation de la croissance de 0,4% t/t sur la base des données d'enquêtes et de 0% t/t sur la base des données d'activité. Ces dernières sont toutefois trop peu nombreuses pour considérer ce résultat comme significatif. L'ensemble des informations disponibles nous amènent à retenir une prévision de croissance de 0,3% t/t.

A court terme, comme à l'horizon 2017, les conditions ne sont pas réunies pour que la croissance renoue avec des rythmes beaucoup plus élevés. A l'horizon des prochains trimestres, elle devrait

<sup>2</sup> Si en tendance ils évoluent dans le même sens, les concepts de chômeur au sens du BIT (la norme retenue par l'INSEE dans son enquête emploi) et de demandeur d'emploi de catégorie A (c'est-à-dire n'ayant exercé aucune activité dans le mois) tel que comptabilisé par Pôle emploi, ne se recoupent pas totalement. Un demandeur d'emploi n'est, en effet, pas forcément chômeur au sens du BIT s'il ne respecte pas un des trois critères suivants : être sans emploi, disponible pour travailler dans un délai de deux semaines et rechercher activement un emploi (avoir effectué des démarches spécifiques au cours des quatre dernières semaines).

### Emploi

Variation trimestrielle de l'emploi salarié marchand par secteur, en milliers

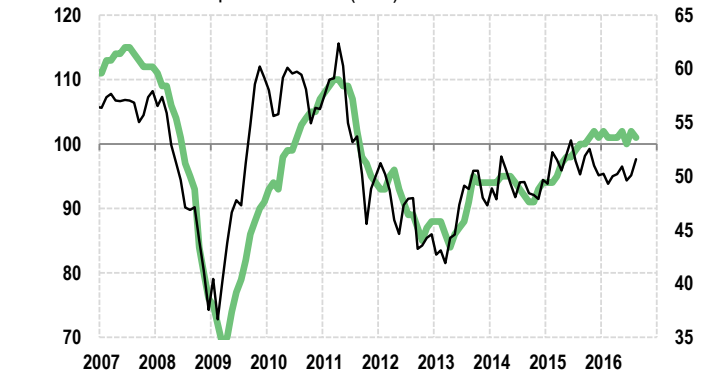


Graphique 3

Source : INSEE

### Climat des affaires

— Indice composite INSEE (é.g.)  
— Indice PMI composite Markit (é.d.)



Graphique 4

Sources : INSEE, Markit

notamment rester freinée par les effets négatifs attendus du Brexit. Ceux-ci ne sont pas manifestes aujourd'hui mais on devine des premières traces possibles dans la détérioration de certaines composantes, considérées comme avancées, des enquêtes sur le climat des affaires : le jugement des industriels interrogés par l'INSEE sur leurs perspectives personnelles de production, les composantes « nouvelles commandes » et « nouvelles commandes à l'exportation » de l'indice PMI manufacturier de Markit. Ensuite, l'accélération anticipée de l'inflation, même modeste (d'environ 0% cette année en moyenne annuelle à environ 1% en 2017), va réduire les gains de pouvoir d'achat des ménages, qui ralentiront en conséquence leur consommation. Enfin, nous nous attendons à ce qu'en 2017, l'impulsion budgétaire soit légèrement négative. Dans ce contexte, nous tablons sur 1,3% de croissance en moyenne annuelle cette année puis 1% l'année prochaine. Nous nous situons dans le bas de la fourchette du consensus (qui est à 1,4% en 2016 et 1,2% en 2017). Le gouvernement qui, selon les dernières informations, semble vouloir maintenir ses prévisions de croissance à 1,5% pour les deux années, se situe, en revanche, du côté optimiste.