

France

Perspectives de croissance et confiance

- **Le gouvernement maintient inchangées ses prévisions de croissance à 1,5% cette année et l'année prochaine.**
- **Cela paraît optimiste compte tenu de la dissipation attendue d'un certain nombre de facteurs de soutien tandis qu'émergeront aussi de nouveaux freins à la croissance.**
- **Les enquêtes de l'INSEE sur le climat des affaires en septembre ont été plutôt bonnes. Mais elles ne s'inscrivent toujours pas sur une tendance franchement haussière, attestant du manque d'élan de la reprise.**

Lors de la présentation, ce 20 septembre, des grands équilibres du budget 2017, le gouvernement a confirmé maintenir ses prévisions de croissance pour la France à 1,5% en moyenne annuelle, cette année et l'année prochaine. Il nous semble toutefois que l'absence d'accélération d'une année sur l'autre ne rend compte qu'à minima des éléments moins favorables, voire négatifs, pour la croissance à l'horizon 2017 (remontée de l'inflation, dissipation des effets positifs de la baisse des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro, répercussions du Brexit) et pêche, sans doute, par excès d'optimisme¹.

Le gouvernement se situe en effet dans le haut de la fourchette des prévisions du consensus comme de celles des institutions internationales (cf. tableau). L'OCDE vient notamment de revoir en baisse ses prévisions dans le cadre de son scénario intermédiaire de septembre : à 1,3% en 2016 (-0,1 point par rapport à juin) et en 2017 (-0,2 point). Dans sa mise à jour de juillet, le FMI avait également réajusté ses prévisions par rapport à celles d'avril : en hausse à hauteur de 0,4 point pour 2016, à 1,5%, et en baisse à hauteur de 0,1 point pour 2017, à 1,2%.

Les prévisions de la Commission européenne sont certes plus élevées (1,3% en 2016 et 1,7% en 2017) mais elles datent de mai et sont donc antérieures au Brexit. Dans ses premières évaluations de l'effet du Brexit², la Commission estimait, dans son scénario « modéré », à 0,25 point l'impact négatif sur la croissance de la zone euro en 2017. L'ordre de grandeur de cet impact vaut aussi, d'après nous, pour la France dont les performances économiques sont représentatives de la moyenne de la zone. Il va falloir attendre novembre pour connaître les nouvelles prévisions officielles de la Commission qui, en plus des effets négatifs attendus du Brexit, intégreront l'ensemble des mesures prises dans le budget 2017. Si l'on n'en connaît pas encore l'ampleur exacte, l'impulsion budgétaire affichée devrait être négative et freiner en conséquence la croissance.

¹ L'avis du Haut Conseil des Finances Publiques sur le sujet, qui aurait été instructif, n'est pas encore disponible au moment où nous écrivons.

² « The Economic outlook after the UK Referendum: A First Assessment for the Euro Area and the EU », *European Economy Institutional Papers* n°032, juillet 2016.

■ Prévisions de croissance pour la France

Taux de croissance en moyenne annuelle

	2016	2017
BNP Paribas (août 2016)	1,3	1,0
Gouvernement (budget septembre 2016)	1,5	1,5
FMI (juillet 2016)	1,5	1,2
OCDE (septembre 2016)	1,3	1,3
Commission européenne (mai 2016)	1,3	1,7
Banque de France (juin 2016)	1,4	1,5
INSEE (juin 2016)	1,6	
Consensus (septembre 2016)	1,4	1,2
<i>fourchette haute</i>	1,6	1,8
<i>fourchette basse</i>	1,2	0,8

Tableau

Source : BNP Paribas

Le gouvernement appuie ses prévisions de croissance sur le redémarrage de ses moteurs internes (consommation des ménages et investissement des entreprises), qu'il juge plus vigoureux qu'escompté depuis le début de l'année. Le fait est que le soutien à la consommation des ménages apporté par le redressement des gains de pouvoir d'achat de leur revenu disponible brut (RDB) est conséquent (+2,2% en glissement annuel au deuxième trimestre 2016, cf. graphique 1). De même, l'investissement des entreprises bénéficie du redressement significatif de leur taux de marge (cf. graphique 2), sachant que s'y ajoutent les effets positifs du dispositif de suramortissement.

Si nous voyons aussi se mettre en place la dynamique d'une reprise auto-entretenu, plus solide³, elle ne nous semble toutefois pas avoir l'élan suffisant pour atteindre 1,5% de croissance cette année comme l'année prochaine. Certes, l'emploi salarié marchand non agricole se redresse, mais ses rythmes de progression restent limités et contraints par le manque de vigueur de la croissance. En 2017, d'après nos prévisions, l'emploi ne serait pas suffisamment dynamique pour contrebalancer l'effet négatif de la remontée attendue de l'inflation sur le pouvoir d'achat du RDB. La nette décélération de ce dernier entraînerait celle de la consommation des ménages (de 1,5% en 2016 à 1% en 2017 en moyenne annuelle, après +1,5% en 2015), à peine amortie par une baisse du taux d'épargne (elle-même d'ampleur réduite faute d'une baisse importante du taux de chômage). Le gouvernement est plus optimiste et prévoit une progression encore soutenue de la consommation des ménages en 2017 (+1,6%).

S'agissant de l'investissement des entreprises, son dynamisme devrait également être tempéré par le caractère peu vigoureux et incertain des perspectives de demande. En 2016, nous nous attendons à ce que l'investissement des entreprises progresse de

³ *Ecoweek* 16-31, « France – Marché du travail : un petit mieux vertueux », 16 septembre 2016.



3,7% en moyenne annuelle (après +2,7% en 2015), une prévision proche de celle du gouvernement (3,8%). Mais en 2017, il fléchirait à 1,7% quand le gouvernement anticipe +3,5%.

C'est en fait dès cette année que la prévision de croissance du gouvernement paraît difficile à atteindre. Le premier trimestre a certes été dynamique (+0,7% t/t) mais il a été suivi d'un contrecoup marqué, le PIB ressortant désormais en léger recul au deuxième trimestre d'après les résultats détaillés des comptes nationaux (-0,1% t/t au lieu du chiffre nul préalablement publié). Il faudrait donc tabler sur des taux de croissance trimestriels de l'ordre de 0,6% aux troisième et quatrième trimestres pour arriver à 1,5% en moyenne annuelle en 2016. Or, il ne nous semble pas que les conditions soient réunies pour que la croissance renoue avec des rythmes aussi élevés à court terme. Un rebond technique au troisième trimestre est a priori assuré dès lors que les facteurs négatifs temporaires à l'œuvre au deuxième trimestre ne joueront plus au troisième⁴. Mais les données mensuelles d'activité disponibles à ce jour pointent encore vers un recul. On ne dispose certes que du point de juillet mais il n'est pas de bon augure : la nouvelle baisse des dépenses de consommation des ménages en biens et de la production observée ce mois-là les laisse en effet avec un acquis négatif de croissance important (de, respectivement, -1% t/t et -1,3% t/t).

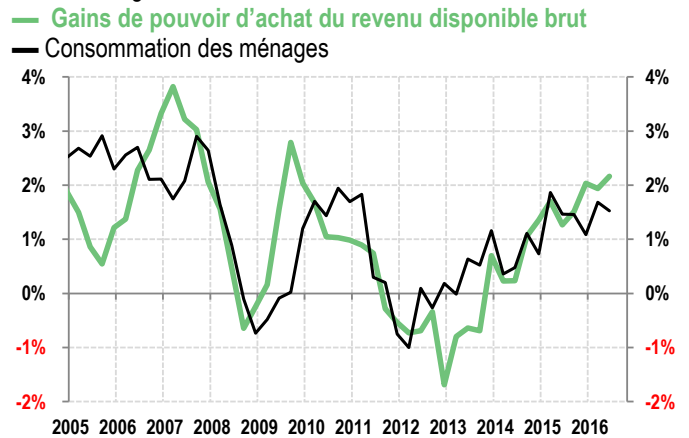
L'enquête INSEE sur le climat des affaires renvoie toutefois un message plus positif, en particulier son amélioration en septembre (+1 point, à 102, pour l'indice composite). Notre prévision d'un rebond modéré de la croissance au troisième trimestre à 0,3% t/t s'en trouve confortée. L'enquête dans l'industrie a notamment réservé une bonne surprise en regagnant deux points, à 103. Et le détail des soldes d'opinion vient renforcer le résultat positif global, plus particulièrement le net redressement du jugement des industriels sur leurs perspectives personnelles de production. En revanche, du côté des sous-secteurs, l'amélioration est seulement portée par l'industrie agro-alimentaire et le matériel de transport. Dans le commerce de détail, l'indicateur du climat des affaires a perdu un nouveau point (à 102) mais il s'est redressé d'un point dans les services (à 102 également). Dans le bâtiment enfin, l'indicateur est resté stable, à 95, pour le cinquième mois d'affilée. Mais le solde d'opinion sur l'activité prévue poursuit son redressement, au-delà d'une volatilité assez importante au mois le mois. La sortie de crise du secteur continue ainsi de se dessiner, ce qui est bon signe pour la croissance en général.

Cependant, si elle n'est pas défavorable, l'orientation globale des enquêtes de l'INSEE sur le climat des affaires n'est toujours pas non plus franchement favorable (cf. graphique 3). L'indicateur de retournement de l'indice composite reste notamment dans la zone d'incertitude conjoncturelle. Le tout atteste du manque d'élan de la reprise évoqué plus haut.

⁴ Ecoweek 16-29, « France – Nouvel accroc à la croissance », 2 septembre 2016.

■ Consommation des ménages et pouvoir d'achat

Variation en glissement annuel

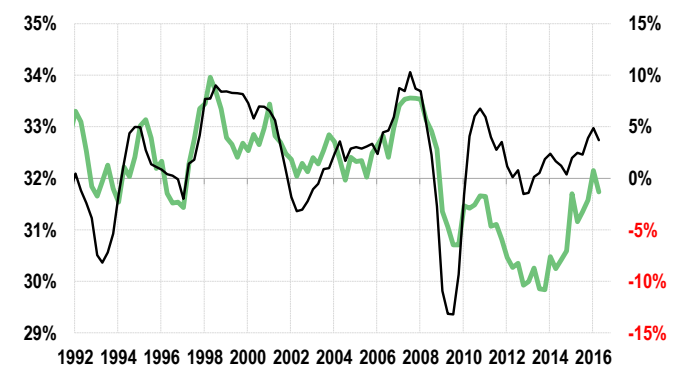


Graphique 1

Source : INSEE

■ Investissement des entreprises et taux de marge

— Taux de marge en % de la VAB (é. g.)
— Investissement des entreprises (g.a., é. d.)

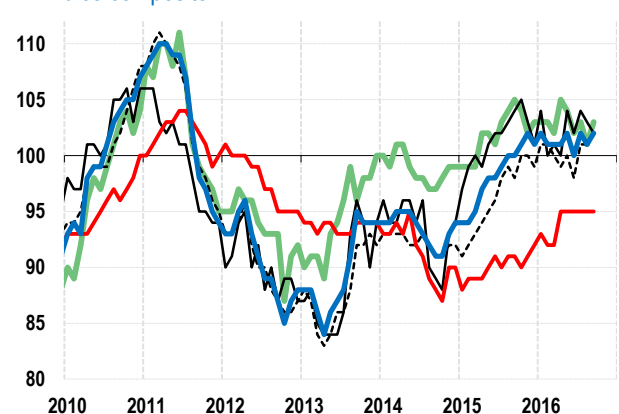


Graphique 2

Source : INSEE

■ Climat des affaires

— Industrie — Commerce de détail — Bâtiment - - - Services
— Indice composite



Graphique 3

Source : INSEE