

France

Les signaux conjoncturels virent au vert

- **Le rebond attendu de la croissance au troisième trimestre prend forme (+0,3% d'après nos prévisions).**
- **Les dépenses de consommation des ménages en biens et la production industrielle ont, en effet, enregistré un net rebond au mois d'août.**
- **La mauvaise surprise du rebond marqué du nombre de demandeurs d'emploi au mois d'août est pour une large part due à un artefact statistique.**
- **La stabilité décevante de la confiance des ménages en septembre masque des détails plus favorables.**
- **L'inflation reste, en revanche, inconfortablement basse.**

Le très bon chiffre de la production industrielle au mois d'août fait pencher du côté positif le bilan des derniers indicateurs conjoncturels français. Sans cela, il serait plus mitigé. La principale mauvaise surprise est venue du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi en catégorie A (c'est-à-dire n'ayant exercé aucune activité dans le mois). Ce nombre s'est, en effet, inscrit en forte hausse au mois d'août (+1,4% m/m), rompant avec la légère orientation à la baisse observée depuis le début de l'année. Il ne la remet toutefois pas en cause dans la mesure où ce mauvais chiffre est pour une large part dû à un artefact statistique. En effet, Pôle emploi a souligné dans son communiqué de presse que le nombre de sorties pour défaut d'actualisation avait enregistré une baisse inhabituellement forte en raison, pour partie, d'un nombre plus élevé de jours ouvrés dans la période de référence. Et moins de sorties signifie plus d'inscrits à Pôle emploi. Cependant, ce soubresaut, même relativisé, n'en rappelle pas moins que l'inversion de la courbe du chômage est un processus laborieux.

La confiance des ménages du mois de septembre a également constitué une déception, plus légère, puisque l'indice composite de l'INSEE est resté stable (à 97) au lieu de l'amélioration de 1 point que nous attendions. Cette stabilité résulte de l'évolution en sens contraire des soldes d'opinion d'un côté sur l'opportunité de faire des achats importants, le niveau de vie futur en France et les perspectives d'évolution du chômage (en amélioration) et, de l'autre, sur la situation financière personnelle passée et le niveau de vie passé en France (en baisse). Or, les soldes en amélioration nous semblent avoir une plus grande portée que les soldes plus négatifs. Ce qui nous amène à relativiser le résultat général un peu décevant de la stabilité de la confiance des ménages, et ce, d'autant plus que le climat des affaires s'est, lui, légèrement amélioré en septembre.

S'agissant de l'estimation préliminaire de l'inflation en septembre, il n'y a pas eu de surprise : elle s'élève à +0,4% sur un an, en ligne avec nos attentes. L'inflation reste inconfortablement basse mais elle se redresse progressivement. Malheureusement, ce redressement est exclusivement dû à la contribution moins négative de la composante énergie, l'effet baissier du recul passé des prix du pétrole s'estompant. En revanche, l'inflation sous-jacente, si elle est

moins basse (0,7% en septembre d'après nos estimations), ne donne aucun signe d'accélération, au contraire même, puisqu'elle a diminué sur la période récente (de 0,7% en juin à 0,5% en juillet puis 0,4% en août). C'est problématique d'autant plus que nous voyons perdurer cette situation faute d'une croissance plus élevée.

Les dépenses de consommation des ménages en biens ont également progressé comme attendu en août (+0,7% m/m) : ce rebond est une bonne nouvelle car il met fin à quatre mois de recul et tend à confirmer le caractère ponctuel de cette mauvaise série de chiffres. Cette hausse permet de réduire l'acquis négatif de croissance des dépenses de consommation en biens au troisième trimestre de -1% t/t à -0,6% t/t. Et elle conforte notre prévision d'une légère progression de la consommation totale au troisième trimestre, +0,1% t/t après -0,1% t/t au deuxième trimestre. L'ampleur limitée de ce rebond attendu vient de ce que, même si la consommation en biens progresse en septembre comme en août, elle s'inscrira très vraisemblablement en recul sur l'ensemble du troisième trimestre à cause des effets d'acquis (-0,3% t/t d'après nos prévisions après 0% au deuxième trimestre). Et encore, cette augmentation modeste de la consommation totale suppose également un rebond technique de la consommation de services (+0,4% t/t d'après nos prévisions) après sa baisse nette – et rare – du deuxième trimestre (-0,2%). Le tout contribue à notre prévision d'un rebond de la croissance du PIB à +0,3% t/t au troisième trimestre (après -0,1% au deuxième).

Le chiffre de la production industrielle pour le mois d'août (en hausse de 2,1% m/m) va aussi dans le sens de ce scénario. Le rebond est plus important encore qu'attendu, suffisant pour ramener en territoire positif l'acquis de croissance (à +0,2% t/t depuis -1,2% t/t) et solide car généralisé aux différents segments de la production industrielle.

Ainsi, sur la base des données d'activité désormais disponibles (deux mois sur trois), notre modèle de *nowcasting* estime la croissance du troisième trimestre à +0,3 % t/t et à +0,4 % t/t sur la base des données d'enquête (au complet pour le troisième trimestre). Ces estimations confortent notre prévision et l'assortissent même d'un léger risque haussier. A titre de comparaison, la Banque de France prévoit 0,3% t/t de croissance et l'INSEE 0,2% t/t, une prévision que l'institut vient de revoir en baisse dans son Point de conjoncture d'octobre, à hauteur de -0,1 point de pourcentage par rapport à la Note de juin. Cet ajustement, combiné au contrecoup plus marqué qu'attendu au deuxième trimestre, entraîne une nette révision en baisse de sa prévision de croissance en moyenne annuelle, à 1,3 % contre 1,6% précédemment, sachant aussi que l'INSEE a maintenu inchangée à 0,4% t/t sa prévision de croissance pour le quatrième trimestre. Pour ce trimestre-là, nous sommes moins optimistes et tablons sur +0,2% t/t. Mais, l'un dans l'autre, sur l'ensemble de l'année, cela ne fait pas de différence : notre prévision de croissance est aussi de 1,3%. Ce résultat moyen masque toutefois une contribution plus élevée de la demande intérieure finale (+1,7 point de pourcentage), contrebalancée par la contribution négative du commerce extérieur (-0,4 point) et des variations de stocks (-0,1 point).