

France

La croissance se maintient

Aux signes de stabilisation du début de l'année a succédé une amélioration des enquêtes de confiance. Le redressement du moral des ménages est l'indicateur le plus net et le plus encourageant. Le caractère plus mitigé des données d'activité disponibles vient toutefois tempérer ces signaux positifs et nous amène à anticiper une croissance stable au T2, à 0,3% t/t, soit un sixième trimestre d'affilée sur, peu ou prou, ce même rythme. Cette stabilité, remarquable en soi, et qui perdurerait à l'horizon des prochains trimestres d'après nos prévisions, est à voir d'un bon œil : elle est le signe de la résistance à la baisse de la croissance française. Dans notre scénario, cette résistance indique une certaine efficacité des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises.

■ Jusqu'ici, tout va plutôt bien

Depuis début 2018, si elle reste sur un rythme peu élevé, la croissance française continue surtout de se démarquer par sa stabilité, synonyme de résistance. Au T1 2019, le PIB réel a progressé de 0,3% t/t, en ligne avec les attentes, ce que nous considérons comme une bonne nouvelle au regard des indicateurs conjoncturels par ailleurs mitigés. La révision en hausse de la croissance au T4 2018 (de 0,3% à 0,4% t/t) fait également partie des bonnes nouvelles¹. La stabilité de la contribution de la demande intérieure finale (+0,4 point de pourcentage au T1 2019 comme au T4 2018) est un autre point positif. Elle repose sur une accélération, légère mais encourageante, de la consommation des ménages (+0,4% après +0,3% t/t) contrebalancée par une décélération, légère aussi, de l'investissement total (+0,5% après +0,6% t/t) et de la consommation publique (+0,2% après +0,4% t/t). La différence entre les deux trimestres est le jeu de miroir entre la contribution des variations de stocks (négative puis positive, à hauteur de -0,2 et +0,3 point respectivement) et celle du commerce extérieur (positive puis négative, à hauteur de +0,3 et -0,3 point respectivement). Les créations d'emplois salariés restent, par ailleurs, sur un bon rythme (+0,4% t/t au T1 2019).

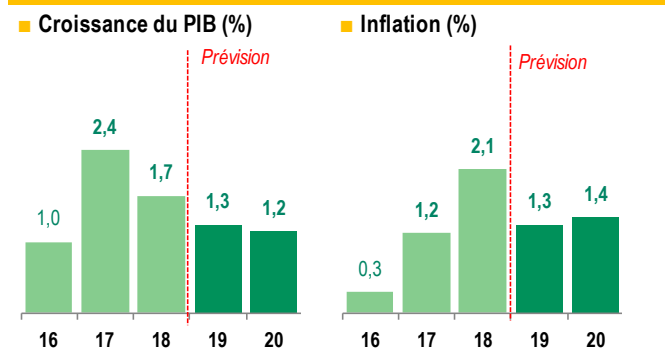
Les perspectives de croissance pour le T2 sont un peu moins en demi-teinte que celles des trimestres précédents, grâce à l'orientation haussière des enquêtes de confiance. Leur redressement reste limité et fragile. Le retour en phase d'expansion, depuis celle de ralentissement, du nouveau traceur du climat des affaires de l'INSEE est qualifié d'hésitant². Mais ces évolutions n'en sont pas moins positives et contrastent en particulier avec les signaux moins encourageants de la conjoncture allemande. Les difficultés de notre principal partenaire commercial ne sont pas sans conséquence sur l'économie française, mais pour le moment celle-ci tire mieux son épingle du jeu.

Depuis son creux du début de l'année, le PMI composite français a regagné près de 5 points (après 11 perdus en 2018) et atteint 52,7 en juin. Cette remontée repose sur l'amélioration du climat des affaires dans les services (+ 5 points ; 52,9 en juin) et, dans une moindre mesure, dans le secteur manufacturier (+2 points ; 51,7 en juin). Le niveau comparable du PMI composite allemand (52,6) masque une différence considérable, inhabituelle et inquiétante

¹ La croissance de 2018 a aussi été rehaussée, de 1,5% à 1,7% (cvs-cjo).

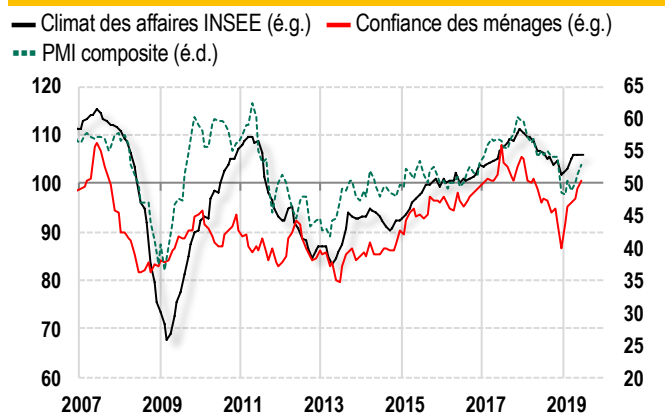
² France : le nouveau traceur du climat des affaires de l'INSEE, Graphique de la semaine, 26 juin 2019 <https://economic-research.bnpparibas.com/Charts/26/06/2019,12991>

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Enquêtes de confiance



Sources : INSEE, Markit, BNP Paribas

entre l'indice manufacturier (45) et celui des services (55,8). Du côté des enquêtes nationales sur le climat des affaires, l'indice synthétique de l'INSEE est orienté en hausse quand l'ifo est à la baisse (+4 points pour le premier depuis le début de l'année ; -2 points pour le second). A 106, l'indice INSEE se situe, par ailleurs, nettement au-dessus de sa moyenne 100 de référence et à un niveau compatible avec une croissance trimestrielle de l'ordre de 0,5-0,6%. Le redressement le plus net et le plus encourageant est celui de la confiance des ménages français. En juin, après six mois consécutifs de hausse et +14 points en cumulé, elle repasse, à 101, tout juste au-dessus de sa moyenne 100 de référence, pour la première fois depuis avril 2018.



Le signal positif des enquêtes est tempéré par celui plus mitigé des données d'activité disponibles sur avril et mai. Mais d'après notre modèle *nowcast*, que ce soit sur la base des données d'enquêtes comme d'activité, la croissance au T2 est estimée à un petit 0,3% t/t. Cela correspond à notre prévision, qui est aussi celle de l'INSEE tandis que la Banque de France a légèrement abaissé la sienne, de 0,3% à 0,2% t/t. Dans notre scénario, la croissance resterait stable, sur ce rythme de 0,3% t/t, pour le sixième trimestre de suite, quand, pour continuer la comparaison, un chiffre, nul voire légèrement négatif, est attendu en Allemagne (après +0,4% t/t au T1).

■ L'importance du moment

Les perspectives pour les trimestres à venir sont à l'avenant, avec un maintien attendu de la croissance française sur ce rythme de 0,3% t/t. En moyenne annuelle, la croissance atteindrait 1,3% en 2019 et 1,2% en 2020. La clé de voute de cette résistance reste le rebond attendu de la consommation des ménages, dans le sillage de celui de leur pouvoir d'achat. A ce titre, à compter de 2019, l'exception devrait faire place à la règle et la contribution de la consommation des ménages à la croissance dépasser celle de l'investissement total, après deux années à front renversé.

Cependant, l'incertitude sur le rebond de la consommation, plus précisément son ampleur, n'est toujours pas levée. Le redressement de la confiance des ménages est de bon augure mais, pour le moment, les données dures ne suivent pas avec la même vigueur. Nous continuons de penser que ce n'est qu'une question de temps. La réaction de la consommation des ménages à un surcroît de pouvoir d'achat n'est pas immédiate. Et le poids relativement important des dépenses contraintes peu sensibles, voire insensibles, à court terme aux variations du pouvoir d'achat, peut contribuer à ralentir encore les délais de réaction et à atténuer la réaction elle-même³. En revanche, en relâchant la contrainte de revenu, le surcroît de pouvoir d'achat devrait avoir un effet stimulant significatif sur les dépenses compressibles, arbitrables.

Le temps presse toutefois : il ne faudrait pas que ce rebond de la consommation tarde beaucoup plus à se matérialiser, faute de quoi, la croissance attendue ne serait pas au rendez-vous. L'importance du bon *timing* de ce rebond renvoie, plus globalement, à celui des mesures de soutien au pouvoir d'achat. Nous sommes d'avis qu'elles sont mises en œuvre à point nommé et que, combinées aux mesures en faveur des entreprises, leur soutien de la demande intérieure va opportunément amortir, voire plus que compenser, le freinage de la demande extérieure. Le risque existe toutefois que ce soutien tombe, au contraire, à plat. Son effet positif pourrait passer inaperçu, d'autant plus si les vents contraires extérieurs s'avèrent plus forts que prévu, rendant plus difficile la preuve de l'efficacité de la politique économique menée.

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@bnpparibas.com

³ M. Beatriz, T. Laboureau et S. Billot, 2019, *Quel lien entre pouvoir d'achat et consommation des ménages en France aujourd'hui ? Une analyse par catégorie de ménages et par fonction de consommation*, note de conjoncture INSEE, juin

3- Réforme de l'assurance-chômage

Fin 2018, la lettre de cadrage fournie par le gouvernement aux partenaires sociaux pour renégocier l'assurance-chômage avait pour objectif de revoir les règles de cumul entre indemnisation et revenus d'activité, trouver les modalités d'un moindre recours aux contrats courts et dégager entre EUR 1 et 1,3 md d'économies par an sur 2019-2021. Faute d'accord, le gouvernement a repris la main et a présenté sa version de la réforme le 18 juin 2019. Elle compte 12 mesures incitatives et d'accompagnement, tournant autour d'un axe principal : la lutte contre la précarité. Les économies sont estimées à EUR 3,7 mds sur la période. Sur ce total, EUR 350 mns sont alloués au renforcement des moyens de Pôle emploi. Le Premier ministre s'est aussi avancé sur un objectif de diminution de 150 000 à 200 000 du nombre de demandeurs d'emplois d'ici 2021 grâce à cette réforme.

Mesures par ordre chronologique de mise en œuvre

1^{er} novembre 2019

(1) ouverture de l'assurance-chômage aux démissionnaires (avec au moins 5 ans d'ancienneté et un projet professionnel) et (2) aux indépendants en liquidation judiciaire (revenu minimum de EUR 10 000 par an sur les deux années précédant la liquidation).

(3) nouvelle règle d'éligibilité et de rechargements des droits (EUR 2,8 mds d'économies). Aujourd'hui, il faut avoir travaillé au minimum 4 mois au cours des 28 derniers mois pour être éligible ; demain, ce sera 6 mois sur 24. S'agissant du rechargement des droits, il faudra avoir travaillé 6 mois, et non plus 1, pour ouvrir un nouveau droit. L'effet de ce durcissement sur la précarité fait débat (une baisse est possible mais une hausse aussi). Son caractère contra-cyclique doit aussi retenir l'attention puisqu'il réinstalle la règle prévalant avant l'assouplissement de 2009 (6 mois travaillés sur les 22 derniers).

(4) dégressivité des indemnités : -30% à partir du 7^e mois pour les salaires mensuels bruts supérieurs à EUR 4 500, avec un plancher d'indemnisation à EUR 2 261 nets (EUR 210 mns d'économies), sauf salariés âgés de 57 ans ou plus. Cette mesure vise à réduire la durée au chômage des personnes concernées. Celles-ci étant contributrices nettes du système, elle est décriée comme injuste et injustifiée.

1^{er} janvier 2020

(5) bonus-malus sur les cotisations chômage des entreprises de plus 11 salariés dans les sept plus gros secteurs utilisateurs de contrats courts (fabrication de denrées alimentaires, boissons et produits à base de tabac ; activités spécialisées, scientifiques et techniques ; hébergement et restauration ; production et distribution d'eau ; transports et entreposage ; fabrication de produits en caoutchouc et plastique ; travail du bois, papier et imprimerie). Si son taux de fin de contrats donnant lieu à une inscription à Pôle emploi est plus (moins) important que la moyenne sectorielle, l'entreprise paiera un malus (bonus). La cotisation variera entre 3 et 5% (la valeur actuelle est de 4,05%) et s'appliquera sur toute la masse salariale. Bonus et malus s'équilibreront au sein de chaque secteur. Le calcul du taux de séparation s'effectuera sur 3 années glissantes. Les entreprises commenceront à sur- ou sous-cotiser en janvier 2021 en fonction des données de 2020. La limitation actuelle à sept secteurs pose question mais le système pourrait être étendu, après évaluation, à l'ensemble de l'économie. Une taxation forfaitaire de EUR 10 sera également appliquée sur les CDD d'usage.

(6) à (11) nouvelle offre d'accompagnement et de services pour les nouveaux inscrits, les entreprises et les travailleurs précaires.

1^{er} avril 2020

(12) nouveau mode de calcul de l'indemnisation (EUR 700 mns d'économies), sur la base du revenu mensuel moyen et non plus du salaire journalier des jours travaillés. Les indemnités ne pourront être inférieures à 65% du salaire net mensuel moyen ni le dépasser comme cela est possible aujourd'hui. Cela doit désinciter au fractionnement des contrats.

Sources : gouvernement, presse, BNP Paribas

