

# ECO FLASH

21 March 2019

## Tensions in the French economy: strong, weak, or non-existent?

*Hélène Baudchon*

- The French economy lost a lot of steam between 2017 and 2018, and the big question is whether it has returned yet above its potential.
- On the one hand, core inflation has barely increased, suggesting that the output gap is still negative.
- According to survey data, on the other hand, production capacity and factors are still under strong pressure, which suggests to the contrary a rather advanced position in the cycle.
- Although it is unclear whether the economy has reached on end-of-cycle phase, it is widely agreed that the external environment has deteriorated and is straining growth.
- The big fear is that the current slowdown could degenerate into recession in 2019, but we do not think this is the most likely scenario.
- In 2019, we expect French growth to be lacklustre but resilient, the two traits that are often used to characterise the economy, thanks notably to measures to boost household purchasing power.

Roughly a year ago, economic pressures increased sharply – in the industry sector, the production capacity utilisation rate clearly surpassed its long-term average, and companies signalled major supply-side constraints and hiring difficulties (in industry, services as well as in construction) – raising the question of France's position within the economic cycle<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> See *France: how far along is the cycle?*, Conjoncture no. 5, June 2018

More precisely, to what extent had the output gap closed (*i.e.* how mature was the cycle and how close from the end)? And at what point would it begin to hamper growth?

Available signals were contradictory, making it all the harder to answer this question. In 2017, the output gap was already positive, and rather significantly so, based on the pressure indicators mentioned above, but it was still negative although not far from closing based on the European Commission's traditional production function approach; and it was still fairly negative based on the low level of core inflation.

Our analysis at the time was that the French economy had moved out of the recovery phase into the expansion phase, in which the economy slows but continues to grow at a faster pace than the potential growth rate. We had probably reached peak growth, but the cyclical peak did not seem to have been reached yet and the end of the cycle seemed farther away.

Where do things stand today? The picture is not any clearer (the signals from various indicators are still contradictory) but our analysis has become less positive.

In a nutshell, French growth has lost a lot of steam, but it is still "under pressure". It is not yet showing any of the obvious signs of overheating that typically mark the end-of-cycle phase, but it seems to be getting much closer than estimated one year ago. The inflation cursor, in contrast, has hardly moved at all and is still indicating an absence of pressures.

ECONOMIC RESEARCH DEPARTMENT



**BNP PARIBAS**



The bank  
for a changing  
world

## Weaker growth

In 2018, French growth proved to be much less buoyant than expected, averaging 1.5%<sup>2</sup>, whereas in spring 2018, when forecasts were at their highest, it was estimated at a little over 2%. Annualised quarterly growth even dropped slightly below the potential growth rate (see chart 1). It is also worth noting that the slowdown in France (-0.8 points) was even slightly worse than the slowdown in the eurozone (-0.7 points, from 2.5% to 1.8%).

The sharp slowdown in French growth in 2018 can be attributed to both endogenous and exogenous factors. Exogenous factors were stronger, however, and accentuated the milder effects of endogenous factors (see below). Exogenous factors encompass a series of domestic shocks (negative fiscal shock in Q1, air and rail transport strikes in Q2, and “yellow vest” social unrest in Q4) as well as a set of external headwinds affecting all the eurozone economies (slower world growth, trade tensions, rising oil prices and the euro<sup>3</sup>).

These exogenous factors specifically squeezed two components of demand: household consumption and exports. Household consumption grew at an even slower pace in 2018 than in 2017 (+0.8% vs. an average annual rate of +1.1%). Export growth was also weak in 2018 (+3%), especially in comparison to 2017 (+4.7%), which experienced a catching-up effect after the poor performance of 2016 (+1.5%)<sup>4</sup>.

## Productive resources are still in high demand

The endogenous factors pertain to the supply-side constraints and hiring difficulties mentioned above. By their very nature and scope, the strong pressure on capacity and production factors surely contributed to the slowdown in growth, but we see their impact as rather limited given the dynamic pace of corporate investment in 2018 (up 3.9% in annual average terms after an already big increase of 4.4% in 2017) and the persistently high level of various pressure indicators.

Using a direct, real-time assessment of the output gap based on an aggregate of these various indicators<sup>5</sup>, the output gap continued to increase in 2018, although at a slower pace than in 2017 (see chart 2). This increase indicates that real growth was still higher than the potential growth rate in 2018, and did not drop below it as currently available quarterly figures show. In our view, these pressure indicators paint a more favourable and accurate picture of the endogenous cyclical momentum of the French economy, than the one provided by headline growth figures.

<sup>2</sup> Seasonally and working day adjusted data (swda).

<sup>3</sup> In addition to these global factors, the introduction of new WLTP anti-pollution standards in September 2018 had a disruptive effect on the European automobile sector, notably in Germany but also in France.

<sup>4</sup> The year 2016 was hit by a series of shocks on major export sectors (poor weather conditions in agriculture; delivery problems in aviation; and the decline in tourism following terrorist attacks).

<sup>5</sup> To be more precise: the production capacity utilisation rate in the industry sector, the three balances pertaining to the labour shortage in industry, services and construction, and the three balances pertaining to the demand shortage in each of these three sectors.

## ■ Sub-par growth again

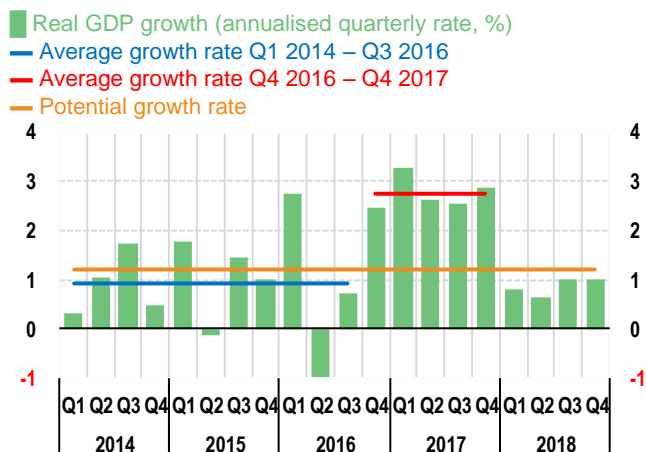


Chart 1

Source: INSEE, European Commission

## ■ Different ways of measuring the output gap

%, quarterly or quarterly-adjusted data  
 — Direct real-time approach [LHS]  
 - - - European Commission's traditional approach [LHS]  
 — Production capacity utilisation rate in the industry sector – deviation from the mean [RHS]

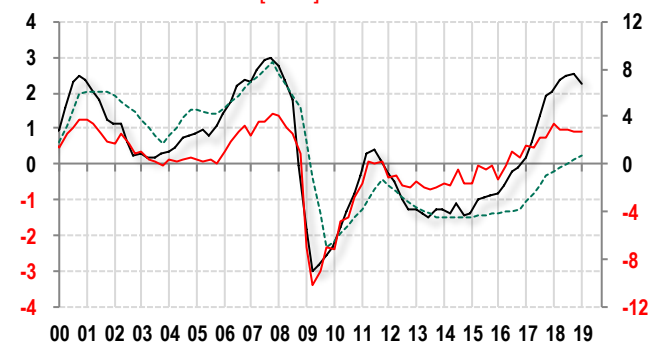


Chart 2

Source: INSEE, European Commission, BNP Paribas

## Core inflation is still mild and there are no other signs of overheating

Real GDP growth was not as strong as expected in 2018 and core inflation did not rise as much as expected either. Yet, the conditions seemed to have come together for a rather strong upturn in core inflation: stronger growth, the emergence of upstream inflationary pressures<sup>6</sup>, and the first signs of wage acceleration. In the end, however, core inflation rose very mildly: from an average annual rate of 0.4% in 2017, to only 0.8% in 2018, holding below 1% for the sixth consecutive year (see chart 3).

<sup>6</sup> Inflationary signals from business climate surveys (“production price” and “delivery delays” in the Markit PMI indices; business leaders’ general assessment of the price outlook in INSEE surveys) and second-round effects arising from the sharp rebound in oil prices since early 2016.

In this article, we do not intend to analyse the causes of this persistently mild inflation. We simply want to point out that the pricing pressure signal we monitor to indicate when the cycle is maturing and overheating continues to be missing. The core inflation weakness suggests that the output gap is still slightly negative, at odds with the positive signals of the other indicators.

The French economy is not showing any of the other specific signs of overheating either, whether in terms of corporate margins, the household savings rate, corporate and household lending conditions or interest rates.

### The beginning of the end?

And yet we do seem to be nearing the end of cycle phase, not because of internal overheating or endogenous pressures specific to the French economy, which would trigger the downturn, but because of the deterioration of the external environment.

After growth surprised on the downside just about across the globe in 2018, the prospects for 2019 are highly uncertain. International trade tensions and Brexit are still feeding uncertainty, which in turn is straining growth. There is also uncertainty over the size of the economic slowdowns in the US, China and Germany, an increasing source of alarm. Have we hit a temporary soft patch that can be blamed on a series of temporary shocks that are about to fade, or do we see the first signs of a looming recession?

A global recession is not the most likely scenario for 2019 for a number of reasons. Economic fundamentals are generally looking good still, especially the healthy job market situations; the cyclical picture is not completely bleak with all warning signals flashing red (early warning signals of recession); credit is still relatively cheap and easily accessible, and the policy mix is rather accommodating.

As to the French economy, we foresee average annual growth of 1.2% in 2019, which is slightly below current estimates of the potential growth rate. Our outlook is also slightly lower than the consensus forecast and that of the international institutions (see table). In comparison, we stand on the pessimistic side while, for instance, the latest forecasts of the Bank of France and the INSEE<sup>7</sup> tend to be more optimistic.

Although the French economy will not avoid the global slowdown, it is expected to show proof of resilience. We forecast growth to slow by only 0.3 points compared to 2018, while the eurozone slows by an estimated 0.9 points.

<sup>7</sup> In Q1 and Q2 2019, the INSEE is forecasting quarterly growth of 0.4%. Extrapolating this figure through the second half of the year, average annual growth would come to 1.4%.

### Mild inflation

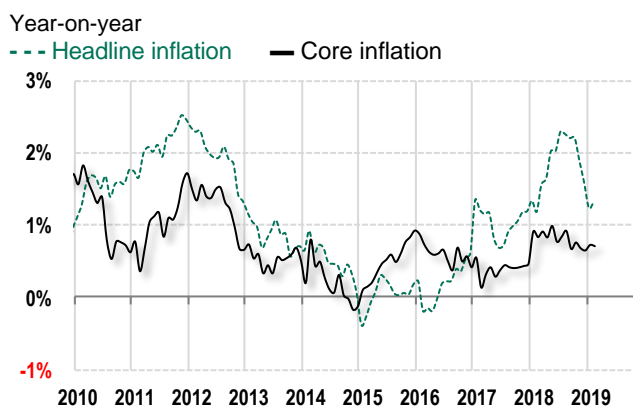


Chart 3

Source: INSEE

### Comparison of growth forecasts

Average annual growth rate, %, swda

	2019	2020	2021
BNP Paribas (March 2019)	1.2	1.2	
Government (2019 draft budget bill)	1.7	1.7	
IMF (January 2019)	1.5	1.6	1.6
OECD (March 2019 - interim outlook)	1.3	1.3	
European Commission (February 2019)	1.3	1.4	
Bank of France (March 2019)	1.4	1.5	1.4
Consensus (March 2019)	1.3	1.3	
<i>high estimate</i>	1.8	1.8	
<i>low estimate</i>	1.0	0.9	

Table

For a part, this expected resilience of the French economy relies on one of its structural characteristics: its relatively low degree of openness is unfavourable when world trade growth is strong (it benefits less from world trade than more open countries like Germany), but favourable when world trade slumps as it has today (the French economy tends to suffer less). This resilience is also driven by the significantly positive impulse of the economic and fiscal policy through its support provided to households and the corporate sector.

**Hélène Baudchon**

helene.baudchon@bnpparibas.com



# Recherche Economique Groupe

**William De Vijlder** +33 1 55 77 47 31 [william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)  
Chief Economist

## ADVANCED ECONOMIES AND STATISTICS

**Jean-Luc Proutat** +33 1 58 16 73 32 [jeanluc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jeanluc.proutat@bnpparibas.com)  
Head – United States, United Kingdom

**Hélène Baudchon** +33 1 58 16 03 63 [helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)  
France – Labour markets

**Louis Boisset** +33 1 57 43 02 91 [louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)  
European Central Bank watch, Euro area global view, Japan

**Frédérique Cerisier** +33 1 43 16 95 52 [frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)  
Euro area (European governance and public finances), Spain, Portugal

**Catherine Stephan** +33 1 55 77 71 89 [catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)  
Nordic countries – World trade – Education, health, social conditions

**Raymond Van Der Putten** +33 1 42 98 53 99 [raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)  
Germany, Netherlands, Austria, Switzerland – Energy, climate – Long-term projections

**Tarik Rharrab** +33 1 43 16 95 56 [tarik.rharrab@bnpparibas.com](mailto:tarik.rharrab@bnpparibas.com)  
Statistics

## BANKING ECONOMICS

**Laurent Quignon** +33 1 42 98 56 54 [laurent.quignon@bnpparibas.com](mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com)  
Head

**Laure Baquero** + 33 1 43 16 95 50 [laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)

**Céline Choulet** +33 1 43 16 95 54 [celine.choulet@bnpparibas.com](mailto:celine.choulet@bnpparibas.com)

**Thomas Humblot** + 33 1 40 14 30 77 [thomas.humblot@bnpparibas.com](mailto:thomas.humblot@bnpparibas.com)

## EMERGING ECONOMIES AND COUNTRY RISK

**François Faure** +33 1 42 98 79 82 [francois.faure@bnpparibas.com](mailto:francois.faure@bnpparibas.com)  
Head

**Christine Peltier** +33 1 42 98 56 27 [christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)  
Deputy Head – Greater China, Vietnam, South Africa

**Stéphane Alby** +33 1 42 98 02 04 [stephane.alby@bnpparibas.com](mailto:stephane.alby@bnpparibas.com)  
Africa (French-speaking countries)

**Sylvain Bellefontaine** +33 1 42 98 26 77 [sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)  
Turkey, Ukraine, Central European countries

**Sara Confalonieri** +33 1 42 98 43 86 [sara.confalonieri@bnpparibas.com](mailto:sara.confalonieri@bnpparibas.com)  
Africa (Portuguese & English-speaking countries)

**Pascal Devaux** +33 1 43 16 95 51 [pascal.devaux@bnpparibas.com](mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com)  
Middle East, Balkan countries

**Hélène Drouot** +33 1 42 98 33 00 [helene.drouot@bnpparibas.com](mailto:helene.drouot@bnpparibas.com)  
Korea, Thailand, Philippines, Mexico, Andean countries

**Salim Hammad** +33 1 42 98 74 26 [salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)  
Latin America

**Johanna Melka** +33 1 58 16 05 84 [johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)  
India, South Asia, Russia, Kazakhstan, CIS

## CONTACT MEDIA

**Michel Bernardini** +33 1 42 98 05 71 [michel.bernardini@bnpparibas.com](mailto:michel.bernardini@bnpparibas.com)





## NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement : elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des Instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres Instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority. Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William De Vijlder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT <http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN

<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>  
OU TWITTER [https://twitter.com/EtudesEco\\_BNPP](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)

