



# France

## Reprise ralentie mais pas enrayée

- D'après nos prévisions, la croissance française accélérerait à peine cette année et l'année prochaine (1,2% en 2016, comme en 2015, puis 1,3% en 2017).
- Les facteurs d'amélioration de la demande intérieure sont nombreux mais ils se heurtent à la détérioration de l'environnement extérieur.
- Le nouveau repli des enquêtes de confiance illustre les risques baissiers qui pèsent sur la croissance.

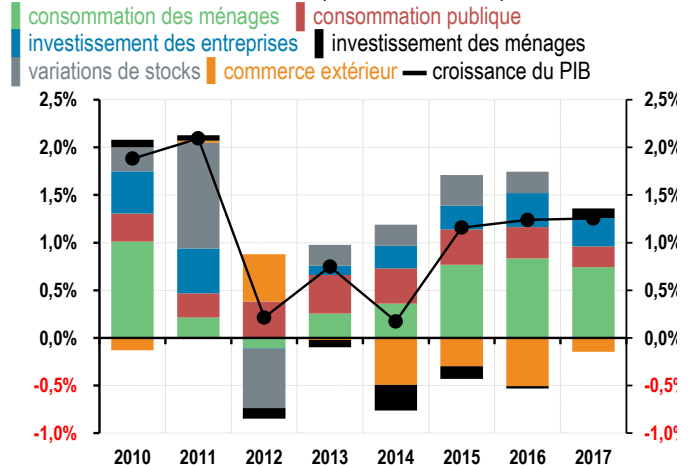
En 2015, la croissance française s'est inscrite à 1,2% en moyenne annuelle, un résultat en demi-teinte. D'un côté, cela reste un rythme de croissance très modeste en phase de reprise et dont le manque de vigueur ressort d'autant plus que le contexte était particulièrement favorable (combinant baisse des prix du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt, et mesures de redressement de la compétitivité et de l'emploi). Mais, de l'autre, le retour de la croissance a été au rendez-vous et le mieux est significatif après trois années de quasi-stagnation (0,4% de croissance par an en moyenne entre 2012 et 2014). Surtout, grâce à ce contexte favorable, les bases d'une reprise auto-entretenu semblent bien avoir été posées, avec le redémarrage de l'investissement des entreprises et de l'emploi.

Tout cela reste néanmoins fragile. Il en découle une capacité de résistance réelle mais réduite de l'économie française à l'affaiblissement actuel de la croissance mondiale. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que la croissance française n'accélère que marginalement cette année (à 1,2% en moyenne annuelle) et l'année prochaine (1,3%, cf. graphique 1 et tableau). L'ampleur de l'accélération est notamment limitée par le freinage des exportations résultant du ralentissement de la croissance mondiale. L'investissement des entreprises devrait aussi être affecté par les perspectives économiques moins bonnes et par le regain d'incertitudes et d'aversion au risque. La consolidation budgétaire, enfin, devrait également continuer de peser sur la croissance même si ce sera de manière plus modérée que les années précédentes.

Si nous tablons tout de même sur une accélération de la croissance, c'est parce que la plupart des facteurs de soutien présents en 2015 le sont toujours en 2016. Les effets positifs du bas niveau de l'euro et des taux d'intérêt devraient perdurer. La BCE a encore accru son stimulus monétaire. Et des effets positifs restent à venir de la baisse des prix du pétrole. Celle-ci a eu lieu en deux temps : le baril de Brent en euros a d'abord chuté de 49% entre juin 2014 et janvier 2015, puis à nouveau de 51% entre mai 2015 et janvier 2016. Sur la base des estimations de l'INSEE, l'effet à un an de la première vague de baisse serait de 0,1 point de croissance en plus en 2015. L'effet attendu à deux ans est plus important et se traduirait par 0,3 point supplémentaire de croissance en 2016, auquel s'ajouterait +0,1 point de la deuxième vague de baisse.

### Décomposition de la croissance française

Contribution à la croissance des composantes du PIB, t/t, points de %

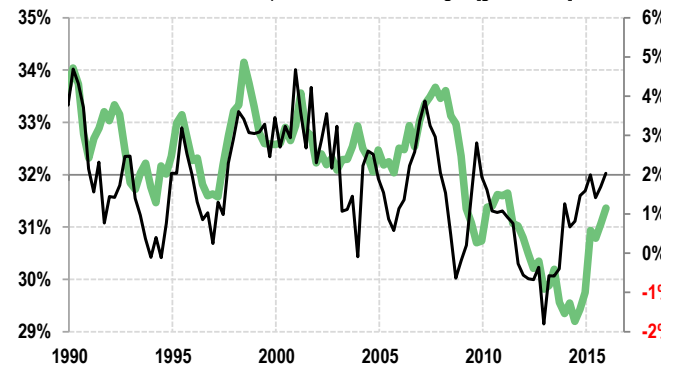


Graphique 1

Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

### Facteurs de soutien à la croissance

— Taux de marge des sociétés non financières [% de la VAB, éch. G]  
 — Pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages [g.a., éch. D]



Graphique 2

Source : INSEE

La baisse des prix du pétrole profite avant tout aux consommateurs qui regagnent ainsi de manière significative en pouvoir d'achat. La poursuite du redressement de l'emploi, la légère baisse attendue du chômage et la légère accélération des salaires viendraient également en renfort. Les entreprises bénéficient aussi de la baisse des prix du pétrole et des matières premières en général. Elle vient, en effet, réduire leurs coûts de production et contribue au redressement du taux de marge au même titre que la baisse du coût du travail via les divers dispositifs d'allègements de charges patronales. Le taux de marge n'est certes pas le déterminant principal de l'investissement des entreprises (ce sont les perspectives de demande) mais son redressement est un facteur de soutien non négligeable (cf. graphique 2). Tout comme le sont la

mesure de suramortissement<sup>1</sup>, le bas niveau des taux d'intérêt ou encore le plan Juncker et, plus généralement, les besoins importants de renouvellement et de modernisation du stock de capital.

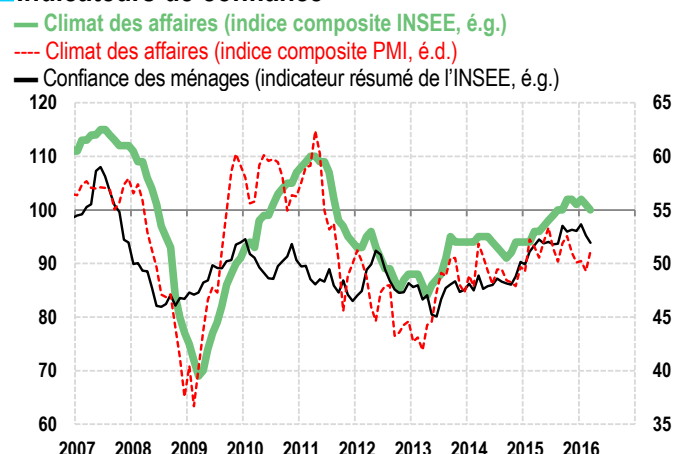
Enfin, la croissance française devrait gagner un nouveau soutien avec l'investissement des ménages, qui semble en passe de repartir après quatre années de contraction. De nombreuses conditions sont, en effet, réunies en ce sens : l'amélioration du pouvoir d'achat, le très bas niveau des taux d'intérêt, la dynamique plus favorable du crédit, des mesures de soutien spécifiques (avantage fiscal à l'investissement locatif avec le dispositif Pinel et accès élargi au prêt à taux zéro, notamment), une démographie favorable, un potentiel de travaux de rénovation et d'économies d'énergie, la pénurie localisée de logements. Toutefois, tout rebond restera contraint par le niveau élevé des prix immobiliers, du chômage et des coûts de construction, et par la relative faiblesse de la croissance.

A ce jour, les indicateurs conjoncturels disponibles vont dans le sens de notre scénario de croissance modeste. D'un côté, les résultats mitigés, pour ne pas dire négatifs, des enquêtes de février et mars sur la confiance des consommateurs et le climat des affaires illustrent les risques baissiers qui pèsent sur la croissance (cf. graphique 3). Le nouveau repli, en mars, de la confiance des ménages (-1 point, à 94) est, ainsi, notamment dû à leur jugement plus négatif sur leur situation financière personnelle future et sur le niveau de vie en France, passé et futur. Leurs craintes relatives au chômage diminuent, mais après s'être fortement accrues en février. La forte progression, ce mois-là, du nombre de demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A à Pôle emploi (+1,1% m/m) fait écho à ces craintes. Du côté du climat des affaires, l'indice composite de l'INSEE et le PMI de Markit se sont tous deux repliés en février et, en mars, seul le second s'est redressé (de près de deux points, à 51,1). L'indice de l'INSEE a perdu un nouveau point et revient ainsi sur son niveau de long terme de référence 100. C'est dans l'industrie que le climat des affaires s'est le plus effrité (-2 points, à 101). Il a perdu 1 point dans les services (à 99), il est resté stable dans le bâtiment (à 92) et il a regagné 3 points dans le commerce de détail (à 104).

Il faut toutefois savoir que ce niveau de 100 correspond à un taux de croissance trimestriel moyen du PIB de 0,3-0,4%. Ce qui permet de relativiser la détérioration de l'enquête de l'INSEE. De plus, les premières données d'activité pour janvier (production industrielle et dépenses de consommation des ménages en biens) sont très positives et pointent un aléa haussier sur la croissance au premier trimestre. Sur la base de ces données (et en supposant un niveau inchangé en février et mars), la croissance atteindrait, en effet, 0,8% t/t d'après notre « *nowcasting model* » contre 0,2% t/t sur la base des enquêtes. Ces données d'activité donnent toutefois une image exagérément positive de la situation au regard des enquêtes plus mitigées. Une correction est donc probable dans les mois à venir. La croissance au deuxième trimestre s'en ressentira et devrait être légèrement inférieure à celle du premier trimestre (0,3% t/t après 0,4%). A titre de comparaison, sur la base des résultats de février de

<sup>1</sup> Le suramortissement est de 40% et ciblé sur les investissements en équipements industriels, effectués entre le 15 avril 2015 et le 14 avril 2016 (le gouvernement a annoncé, mi-février, la prolongation de la mesure jusqu'à fin 2016). Les entreprises peuvent donc amortir jusqu'à 140% de la valeur de leur investissement et bénéficier ce faisant d'une déduction plus importante de leurs impôts.

## ■ Indicateurs de confiance



Graphique 3

Sources : INSEE, Markit

## ■ France : résumé des prévisions

Activité	2014	2015	2016(p)	2017(p)
Variations annuelles, vol. cvs-cjo, %				
<b>PIB</b>	0,2	1,2	1,2	1,3
Demande intérieure hors stocks	0,5	1,1	1,5	1,4
Consommation privée	0,7	1,4	1,5	1,3
Dépenses publiques	1,5	1,5	1,3	0,9
Formation brute de capital fixe	-1,2	-0,0	1,6	2,1
<i>investissement entreprises non financières</i>	2,0	2,0	3,0	2,4
<i>investissement des ménages</i>	-5,3	-2,8	-0,6	2,2
<i>investissement public</i>	-6,9	-3,0	-0,1	0,5
Stocks (contribution à la croissance)	0,2	0,3	0,2	0,0
Exportations	2,4	6,1	2,3	3,1
Importations	3,9	6,7	3,9	3,3
Exportations nettes (contribution)	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1
<b>Prix, salaires, emploi</b>				
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,5	0,0	0,3	1,1
IPC hors alimentaire & énergie	0,2	0,5	0,7	0,7
Emploi salarié privé	-0,2	0,1	0,5	0,6
Taux de chômage - niveau, %	10,3	10,3	10,3	10,2
<b>Comptes extérieurs et publics (% du PIB)</b>				
Solde courant	-0,9	-0,1	-0,1	-0,8
Solde budgétaire	-4,0	-3,5	-3,4	-3,2
Ratio de dette publique	95,3	95,7	96,6	97,0

Tableau

Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

sa propre enquête sur le climat des affaires, la Banque de France a revu en baisse sa prévision de croissance pour le premier trimestre, de 0,4 à 0,3%. Et, dans sa dernière note de conjoncture de mars, l'INSEE a, quant à lui, maintenu ses prévisions à 0,4% t/t au premier comme au deuxième trimestre 2016. A partir du troisième trimestre 2016 et à l'horizon 2017, la croissance resterait, dans notre scénario, sur un rythme trimestriel de 0,3%, une stabilité révélatrice des forces opposées à l'œuvre et de la double caractéristique de la croissance française qui allie, si curieusement depuis plusieurs années, manque de dynamisme et force de résistance.