

ECO FLASH

21 mars 2019

Tensions dans l'économie française : un peu, beaucoup, ou pas du tout ?

Hélène Baudchon

- La croissance française a beaucoup perdu en vigueur entre 2017 et 2018, la question étant de savoir si elle a d'ores et déjà dépassé son potentiel.
- D'un côté, l'inflation sous-jacente n'a que peu augmenté, suggérant un écart de production toujours négatif.
- Mais de l'autre, les enquêtes font toujours état de tensions importantes sur les capacités et les facteurs de production, suggérant à l'inverse une position assez avancée dans le cycle.
- Si la question de la fin du cycle n'est pas tranchée, le constat que l'environnement mondial se dégrade et qu'il pèse sur l'activité est largement partagé.
- La crainte est que le ralentissement actuel dégénère en récession en 2019 mais cela ne nous semble pas être le scénario le plus probable.
- La croissance française devrait renouer en 2019 avec deux caractéristiques qui lui sont souvent associées : peu dynamique mais résistante à la faveur notamment des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages.

Il y a un an environ, la forte hausse des tensions dans l'économie française, dont témoignaient le net dépassement de sa moyenne de long terme du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, l'importance des contraintes d'offre et des difficultés de recrutement (que ce soit dans l'industrie, les services ou la construction), soulevait la question de la position de l'économie dans son cycle¹. La question était, plus exactement, de savoir à quel point l'écart

¹ France : où en est-on dans le cycle ?, Conjoncture n°5, juin 2018.

de production était refermé (et le cycle avancé, et donc proche de la fin) et, en corollaire, à quel point la croissance pouvait s'en trouver freinée. La difficulté de l'exercice était accrue par la discordance des signaux alors disponibles : écart de production déjà positif en 2017, et assez nettement, d'après les indicateurs de tensions susmentionnés ; encore négatif, mais plus très loin d'être refermé, d'après l'estimation traditionnelle par fonction de production de la Commission européenne ; encore assez nettement négatif d'après la faiblesse de l'inflation sous-jacente.

Notre diagnostic, à l'époque, était que l'économie française avait quitté la phase de reprise pour entrer dans celle d'expansion, caractérisée par une croissance moins forte mais toujours supérieure à son rythme potentiel. Le pic de croissance était probablement dépassé mais le pic du cycle ne semblait pas encore atteint et la fin du cycle semblait, *a fortiori*, plus lointaine encore.

Quelle est la situation aujourd'hui ? Elle n'a pas gagné en clarté (les différents indicateurs continuant d'envoyer des signaux disparates) tandis que le diagnostic est désormais moins positif.

En résumé, la croissance française a beaucoup perdu en vigueur mais elle est restée « sous tension ». Elle ne montre toujours pas de signes évidents de blocage, typiques d'une fin de cycle, mais celle-ci n'en semble pas moins s'être rapprochée. Le curseur de l'inflation n'a, quant à lui, que peu bougé et pointe toujours vers une absence de tensions.

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Croissance moins forte

En 2018, la croissance française s'est avérée nettement moins soutenue que prévu, s'établissant à 1,5% en moyenne² alors qu'au printemps 2018 les prévisions, à leur plus haut, tablaient sur un peu plus de 2%. En rythme trimestriel annualisé, la croissance est même passée en deçà du rythme potentiel (cf. graphique 1). Il est également notable que le freinage français (-0,8 point) a été un peu plus marqué encore que celui de la croissance de la zone euro (-0,7 point, passant de 2,5% à 1,8%).

La forte baisse de régime de la croissance française en 2018 est imputable à des facteurs endogènes et exogènes, les seconds, de grande ampleur, venant accentuer l'effet plus mesuré des premiers (cf. *infra*). Les facteurs exogènes englobent une série de chocs internes (choc fiscal négatif au T1 ; grèves dans les transports ferroviaire et aérien au T2 ; mouvement social des « gilets jaunes » au T4) et un ensemble de freins extérieurs communs aux économies de la zone euro (moindre croissance mondiale, tensions commerciales, hausse des prix du pétrole et de l'euro³). Ces facteurs exogènes ont plus spécifiquement affecté deux composantes de la demande : la consommation des ménages et les exportations. La consommation des ménages a ainsi progressé plus lentement encore en 2018 qu'en 2017 (+0,8% après +1,1% en moyenne annuelle). Et la faible croissance des exportations en 2018 (+3%) souffre d'autant plus de la comparaison avec 2017 (+4,7%) qu'il s'agissait d'une année de rattrapage après la contre-performance de 2016 (+1,5%)⁴.

Sollicitation toujours importante des ressources productives

Les facteurs endogènes font référence aux contraintes d'offre et aux difficultés de recrutement déjà évoquées. De par leur nature-même et leur importance, ces tensions sur les capacités et les facteurs de production ont certainement contribué au freinage de la croissance mais dans une ampleur qui nous semble limitée au regard du dynamisme de l'investissement des entreprises en 2018 (en hausse de 3,9% après 4,4% en 2017 en moyenne annuelle) et du maintien à un niveau élevé des différents indicateurs de tensions.

Lorsque l'on agrège ces différents indicateurs⁵ pour estimer, en temps réel et de manière dite directe, l'écart de production, la mesure obtenue montre qu'il a continué de s'accroître en 2018, bien que moins vite qu'en 2017 (cf. graphique 2). Une telle hausse signifie que la croissance réelle est restée supérieure à la croissance potentielle en 2018 et non inférieure comme l'indiquent les chiffres trimestriels officiels

² Données cvs-cjo.

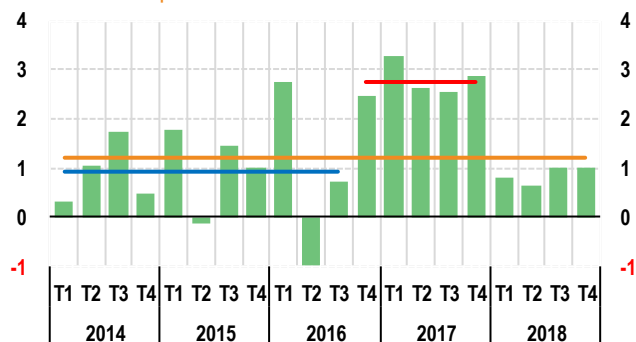
³ S'ajoute à ces facteurs globaux, l'effet perturbateur sur le secteur automobile européen, allemand notamment mais aussi français, de l'introduction de la nouvelle norme anti-pollution WLTP en septembre 2018.

⁴ Année marquée par une série de chocs sur d'importants secteurs exportateurs (mauvaises conditions météorologiques pour l'agriculture, problèmes de livraison dans l'aéronautique, baisse du tourisme suite aux attentats terroristes).

⁵ Plus exactement : le taux d'utilisation des capacités de production, les trois soldes relatifs au manque de main d'œuvre dans l'industrie, les services et le bâtiment et les trois soldes relatifs à l'insuffisance de la demande dans chacun de ces trois secteurs.

■ Croissance à nouveau en sous-régime

■ Croissance réelle (rythme trimestriel annualisé, %)
— Taux de croissance moyen T1 2014 – T3 2016
— Taux de croissance moyen T4 2016 – T4 2017
— Croissance potentielle



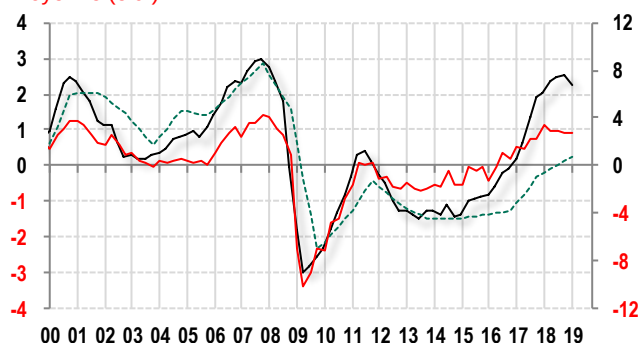
Graphique 1

Source : INSEE

■ Différentes mesures de l'écart de production

En %, données trimestrielles / trimestrialisées

— Approche directe en temps réel (é.g.)
- - - Approche traditionnelle de la Commission européenne (é.g.)
— Ecart du taux d'utilisation des capacités de production à sa moyenne (é.d.)



Graphique 2

Sources : INSEE, Commission européenne, BNP Paribas

actuels. Ces indicateurs de tensions renvoient, à nos yeux, une image plus favorable, et plus juste, de la dynamique conjoncturelle endogène de l'économie française que celle renvoyée par les chiffres faciaux de croissance.

Faiblesse persistante de l'inflation sous-jacente et absence d'autres signes de blocage

Si la croissance attendue en 2018 n'a pas été au rendez-vous, la hausse de l'inflation sous-jacente ne l'a pas été non plus. Les conditions d'une remontée assez nette semblaient pourtant réunies avec le renforcement de la croissance, l'apparition de pressions inflationnistes en amont⁶, et les

⁶ Signaux inflationnistes issus des enquêtes sur le climat des affaires (composantes "prix de production" et "délais de livraison" des indices PMI de Markit ; jugement des chefs d'entreprise sur les perspectives générales de prix dans les enquêtes de l'INSEE)

premiers signes d'accélération des salaires. Mais la hausse de l'inflation sous-jacente est finalement restée très mesurée : après 0,4% en 2017 en moyenne annuelle, elle ne s'est redressée qu'à 0,8% en 2018, restant en deçà de 1% pour la sixième année consécutive (cf. graphique 3).

Il ne s'agit pas ici d'analyser les causes de cette faiblesse persistante. Nous nous contentons de constater que le signal de tensions sur les prix que l'on guette, comme indicateur de maturité et de blocage d'un cycle, continue de manquer à l'appel et suggère un écart de production encore légèrement négatif, en décalage avec le signal positif des autres indicateurs.

En outre, l'économie française ne montre toujours pas d'autres signes spécifiques de blocage ou de surchauffe, que ce soit au regard de l'évolution du taux de marge des entreprises, du taux d'épargne des ménages, des conditions d'accès au crédit des entreprises comme des ménages, ou du niveau des taux d'intérêt.

Le début de la fin ?

La fin du cycle semble, pour autant, s'être rapprochée, non pas du fait d'un blocage interne et de tensions endogènes propres à l'économie française qui précipiteraient son retournement, mais en raison de la détérioration de l'environnement extérieur.

Après une année 2018 où la croissance a surpris à la baisse un peu partout dans le monde, les perspectives pour 2019 sont des plus incertaines. L'hypothèque forte que font peser sur la croissance les tensions commerciales internationales et le Brexit se maintient. L'incertitude porte aussi sur l'ampleur du ralentissement de l'activité aux Etats-Unis, en Chine et en Allemagne, qui fait l'objet d'inquiétudes grandissantes. S'agit-il d'une simple perte de vitesse transitoire, à mettre essentiellement sur le compte d'une succession de chocs ponctuels en voie de dissipation, ou sont-ce les prémices d'une récession ?

Une récession mondiale en 2019 n'est pas le scénario le plus probable. Les fondamentaux économiques, et en particulier la situation sur les marchés du travail, restent globalement bons. Le tableau conjoncturel n'est pas uniformément noir ni tous les clignotants rouges (les signaux avant-coureurs d'une récession) allumés. Par ailleurs, l'accès au crédit reste aisé et bon marché, et le *policy mix* est plutôt favorable.

S'agissant de l'économie française, nous prévoyons pour 2019 une croissance de 1,2% en moyenne annuelle, soit légèrement en deçà des estimations actuelles de la croissance potentielle. Cette prévision se situe aussi légèrement en deçà du Consensus et des prévisions des organismes internationaux (cf. tableau). Nous faisons, comparativement, preuve d'un certain pessimisme quand les toutes nouvelles prévisions de la Banque de France ainsi que celles de l'INSEE⁷ font preuve d'un certain optimisme.

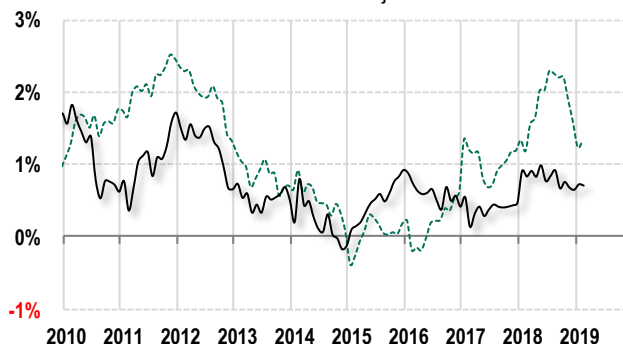
et effets de second tour de la forte remontée des prix du pétrole depuis début 2016.

⁷ Au T1 et au T2 2019, l'INSEE anticipe une croissance trimestrielle de 0,4%. En prolongeant ce rythme sur la deuxième partie de l'année, la croissance atteindrait 1,4% en moyenne annuelle.

■ Sagesse de l'inflation

Glissement annuel

-- Inflation totale — Inflation sous-jacente



Graphique 3

Source : INSEE

■ Prévisions comparées de croissance

Moyenne annuelle, %, cvs-cjo

	2019	2020	2021
BNP Paribas (mars 2019)	1,2	1,2	
Gouvernement (PLF septembre 2018)	1,7	1,7	
FMI (janvier 2019)	1,5	1,6	1,6
OCDE (mars 2019)	1,3	1,3	
Commission européenne (février 2019)	1,3	1,4	
Banque de France (mars 2019)	1,4	1,5	1,4
Consensus (mars 2019)	1,3	1,3	
fourchette haute	1,8	1,8	
fourchette basse	1,0	0,9	

Tableau

Si elle n'échappe pas au ralentissement général, l'économie française ferait néanmoins aussi, et surtout, preuve de résistance et ne perdrait que 0,3 point de croissance par rapport à 2018 quand la zone euro en perdrait 0,9 d'après nos prévisions.

Cette résistance attendue s'appuie, d'abord, sur une caractéristique structurelle de l'économie française : son degré d'ouverture relativement peu élevé. Celui-ci lui est défavorable en temps de forte croissance du commerce mondial (dont elle bénéficie moins que des pays plus ouverts comme l'Allemagne) mais il lui est favorable quand le commerce mondial flanche comme aujourd'hui (car elle en pâtit moins). Cette résistance s'appuie, d'autre part, sur l'impulsion positive significative de la politique économique et budgétaire et le soutien apporté aux entreprises et aux ménages.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

Recherche Economique Groupe

William De Vijlder

Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89

catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

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 événement 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'événement 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'intervenant 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 mentionnées 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 loi 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 rémunérée 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 - 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

