

UN CHOC DE POUVOIR D'ACHAT DILUÉ, MAIS BIEN PRÉSENT

L'économie française est prise en étau entre trois évolutions aux effets divergents : un choc inflationniste qui pèse sur la consommation des ménages, un choc d'offre négatif (contraintes d'approvisionnement dans l'industrie) et la levée des restrictions sanitaires (qui bénéficie à la croissance à partir du T2 2022, après avoir pesé au T1). Les mesures gouvernementales, qui ont limité l'inflation, n'ont pas empêché une croissance négative au T1. Toutefois, l'impact positif de la levée des restrictions sanitaires et un rebond du pouvoir d'achat devraient permettre le retour à une croissance positive au T3 (+0,3% t/t).

La France a subi une contraction du PIB au T1 2022 (-0,2% t/t), qui s'explique largement par le repli de 1,5% t/t de la consommation des ménages. Selon nos calculs, près des deux tiers de ce repli de la consommation s'expliqueraient par l'accélération de l'inflation (5,2% a/a en mai selon l'indice Insee, 5,8% a/a selon l'indice harmonisé), un tiers correspondant à des « occasions perdues » de consommation (impact des restrictions sanitaires liées à la vague Omicron en début d'année sur l'hébergement-restauration et les transports, contraintes d'offre qui ont limité les ventes d'automobiles et de textile).

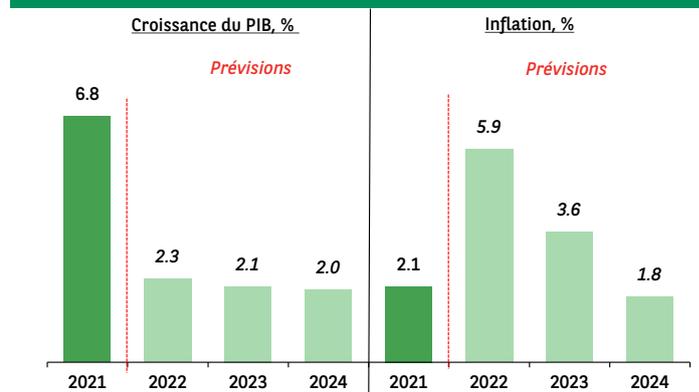
L'INFLATION SE DIFFUSE DE PLUS EN PLUS

Le choc inflationniste que la France a subi sur l'année écoulée tire sa source des prix de l'énergie (+28% a/a à fin mai). D'ici à la fin de cette année, nous anticipons que les prix de l'énergie devraient se stabiliser au niveau élevé actuel. *A contrario*, tous les autres prix devraient continuer d'augmenter. Selon nos calculs, les hausses à venir sur l'alimentation (+4,2%) et les services (+2,2%) sont équivalentes à celles déjà enregistrées sur les cinq premiers mois de 2022 et supérieures concernant les biens manufacturés (+2,9% contre 1,9%). Par conséquent, le pic d'inflation n'est pas encore atteint et devrait se rapprocher de 6,5% a/a au mois de septembre.

Cette dynamique inflationniste pèse sur le pouvoir d'achat des ménages (-1,8% t/t au T1 selon l'Insee) et leur consommation (-1,5% t/t). La baisse du pouvoir d'achat a été limitée par les mesures adoptées par le gouvernement mais pas évitée. Le gel du tarif réglementé du gaz au niveau d'octobre 2021, la hausse plafonnée à 4% de celui de l'électricité en février 2022 et la ristourne de 18 centimes par litre sur le carburant (jusqu'en juillet 2022, et probablement prorogée) ont évité deux points d'inflation (selon nos estimations et celles de l'Insee). Toutefois, ce n'est qu'à partir du T3 qu'un rebond du pouvoir d'achat devrait survenir (+0,9% t/t selon nos prévisions). Un nouveau paquet de mesures est attendu dans les prochaines semaines, dont la hausse du traitement des fonctionnaires et celle des retraites (coûts respectifs de EUR 4 mds et EUR 5 mds en 2022 avec une hypothèse à +4% d'augmentation) et la perspective d'un chèque alimentation ponctuel en septembre (que nous estimons à EUR 1,2 md). En définitive, la perte de pouvoir d'achat atteindrait 0,8% en 2022 selon nos estimations, un chiffre légèrement moindre qu'en 2013 (-1,1%), le pire de l'histoire, mais avec une cause différente, puisque c'est l'accroissement de la fiscalité qui l'avait à l'époque pénalisé. En 2022, selon nos calculs, l'action du gouvernement est inversement favorable, puisque la perte de pouvoir d'achat aurait pu atteindre 3,1% sans les mesures anti-inflation.

Conséquence de ce choc inflationniste, plus important que précédemment anticipé, notre prévision de croissance pour 2022 est nettement revue à la baisse, de 0,9 point de pourcentage, à 2,3% en moyenne annuelle.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'EXISTENCE DE RELAIS DE CROISSANCE

Pour atteindre ce chiffre, la croissance française devrait progressivement se renforcer. Nous anticipons une croissance nulle au T2 et un léger rebond de 0,3% t/t au T3. Ce n'est nullement parce que le choc inflationniste cesserait de peser, même s'il devrait moins peser, mais parce que des relais de croissance vont se manifester. La normalisation de l'économie post-Covid reste partielle et la levée des restrictions sanitaires à partir de février 2022 devrait la favoriser. Il est ainsi probable que le secteur de l'hébergement-restauration et les services de transport retrouvent, d'ici au T3, leur niveau de consommation d'avant-Covid.

En parallèle, l'aéronautique a nettement contribué à la croissance des exportations dès le T1. À partir du T2, le tourisme devrait s'y ajouter. Par exemple, le Grand Paris a accueilli près de 12,1 millions de touristes entre janvier et mai, dont 80% sont des étrangers (contre 3,7 millions et 15,1 millions sur la même période de 2021 et 2019). Certes, ces deux éléments vont masquer une dynamique des autres postes d'exportation plus mitigée (en adéquation avec une croissance qui ralentit également dans les autres pays, notamment en zone euro), mais ils devraient permettre de maintenir les exportations en croissance.

Ces relais devraient permettre à l'économie française de renouer avec la croissance à partir du T3 et la soutenir de façon plus modérée par la suite. Il sera donc nécessaire que les déterminants fondamentaux de la croissance - la consommation des ménages et l'investissement - se raffermissent pour qu'elle dure.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

