

CONJONCTURE

Juin 2018 : n°5

France : où en est-on dans le cycle ?

D'importantes contraintes d'offre et des difficultés de recrutement se sont fait jour fin 2017. Elles sont normales en phase d'accélération de la croissance mais elles ont marqué les esprits car d'autres indicateurs ne témoignent pas des mêmes tensions. L'écart de production, l'indicateur de référence du cycle, tel qu'estimé aujourd'hui, n'était en effet pas complètement refermé en 2017 et la faiblesse de l'inflation sous-jacente suggère même un écart plus négatif. Ces évolutions soulèvent la question de la position de l'économie française dans son cycle. D'après notre analyse, elle aurait quitté la phase de reprise et atteint son pic de croissance, sans pour autant donner de signes de blocage typiques d'une fin de cycle. L'économie se situerait dans la phase intermédiaire, dite « de croissance », qui se caractérise par une décélération, la croissance restant toutefois supérieure à son rythme potentiel.

Par Hélène Baudchon

p. 2

Le cycle : ses phases
et ses retournements

p. 4

Gradation des
tensions

p. 12

Des limites
limitées

p. 14

De la reprise à la
croissance

Eco
CONJONCTURE

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

France: où en est-on dans le cycle?

Hélène Baudchon

D'importantes contraintes d'offre et des difficultés de recrutement se sont fait jour fin 2017. Elles sont normales en phase d'accélération de la croissance mais elles ont marqué les esprits car d'autres indicateurs ne témoignent pas des mêmes tensions. L'écart de production, l'indicateur de référence du cycle, tel qu'estimé aujourd'hui, n'était en effet pas complètement refermé en 2017 et la faiblesse de l'inflation sous-jacente suggère même un écart plus négatif. Ces évolutions soulèvent la question de la position de l'économie française dans son cycle. D'après notre analyse, elle aurait quitté la phase de reprise et atteint son pic de croissance, sans pour autant donner de signes de blocage typiques d'une fin de cycle. L'économie se situerait dans la phase intermédiaire, dite « de croissance », qui se caractérise par une décélération, la croissance restant toutefois supérieure à son rythme potentiel.

Sur la base des indicateurs économiques actuellement disponibles, l'économie française aurait quitté le stade de la reprise pour entrer dans la phase de croissance (ou « d'expansion »). Qu'implique cette position dans le cycle ? Que le pic de croissance est probablement derrière nous mais que le pic du cycle n'est pas encore atteint et, *a fortiori*, que la fin de cycle est plus lointaine encore (sauf choc adverse). Cette phase du cycle se caractérise toutefois par un certain ralentissement de la croissance, dont nous cherchons à évaluer l'ampleur.

Le cycle : ses phases et ses retournements

L'analyse cyclique¹ permet d'interpréter la dynamique endogène du cycle conjoncturel et de distinguer différentes étapes, précieuses pour positionner l'économie dans son cycle.

Le cycle de croissance, usuellement représenté par l'écart de production, peut ainsi être découpé en quatre phases : récession, reprise, croissance, blocage (cf. graphiques 1 et 2). Selon la définition technique, la récession consiste en deux trimestres consécutifs au moins de contraction du PIB réel. La phase de reprise qui s'ensuit est (ou censée être) caractérisée par un rythme de croissance vigoureux, rapidement supérieur à celui de la croissance potentielle, jusqu'à atteindre un taux de croissance maximal à partir duquel s'enclenche la phase de croissance. Celle-ci s'étend du pic de croissance (taux de croissance de l'économie à son maximum) jusqu'au pic du cycle (écart de production à son maximum). Cette phase se caractérise par une lente décélération de la croissance réelle qui reste toutefois supérieure à la croissance potentielle. C'est *a priori* la phase du cycle la plus longue. S'amorce ensuite la phase de blocage (ou de surchauffe) qui dure jusqu'au premier taux de croissance négatif. Cette phase de

blocage se caractérise par le passage de la croissance réelle sous la croissance potentielle (baisse de l'indicateur du cycle²).

A chacune des phases du cycle correspondent des enchaînements macroéconomiques qui aident aussi à positionner l'économie dans son cycle. Le point de départ de l'analyse est l'évaluation de la disponibilité des facteurs de production. Le freinage de la croissance, une fois son pic atteint, advient en raison du manque d'un ou de plusieurs facteurs de production : équipements, main-d'œuvre par type de qualification, matières premières, financement. Le ralentissement vient du fait que ces différents facteurs ne sont pas ou peu substituables à court terme, la première contrainte forte rencontrée tendant donc à freiner l'activité. Ensuite, la concurrence accrue sur des ressources raréfiées tend à en augmenter les prix. Elle s'accompagne également d'une baisse de leur efficacité et de leur productivité marginale. Cette diminution contribue à son tour à augmenter les coûts de production et à freiner l'activité.

L'approche du point haut du cycle (qui nous intéresse plus particulièrement ici) se caractérise donc par une « course » à l'utilisation des facteurs de production et par des pressions à la hausse sur les prix de ces facteurs. Les besoins en investissements se font plus pressants du fait des tensions sur les capacités, les revendications salariales montent et les charges financières augmentent (le poids des dettes contractées pendant la phase de croissance s'alourdisant avec la montée des taux d'intérêt). La hausse des coûts salariaux unitaires (CSU) en fin de cycle (résultant de salaires plus dynamiques et de gains de productivité moins dynamiques) déforme le partage de la valeur ajoutée, à l'avantage des salaires et au détriment des profits. Au cours du cycle, la situation des entreprises est la plus favorable lorsque le rythme de progression et le niveau de l'activité sont élevés mais sans être en surchauffe. En revanche, en phase de blocage, la situation des entreprises se complique car la hausse de leur taux de marge vient

¹ OFCE (1993), *Cycles d'hier et d'aujourd'hui : développements théoriques, approche conjoncturelle, instruments et analyses empiriques, permanences et changements*, Revue de l'OFCE, n°45, juin.

² L'expression de « *growth recession* » est aussi utilisée, à distinguer de la récession classique définie par une contraction du PIB.



buter sur celle des CSU. Le retournement à la baisse du taux de marge qui s'ensuit est un signe avant-coureur du retournement du cycle car il est de nature à entraîner dans son sillage les dépenses d'investissement des entreprises, une réduction qui entraîne à son tour la croissance et l'emploi dans une spirale baissière auto-entretenue.

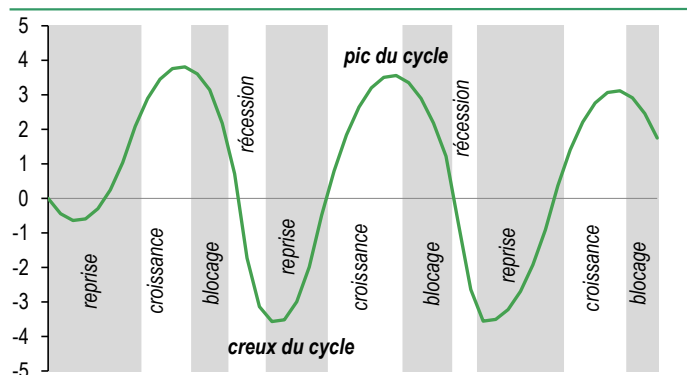
En toute fin de cycle, une hausse du taux d'épargne des ménages peut s'ajouter à la baisse du taux de marge des entreprises et exercer un frein supplémentaire sur les dépenses d'investissement. Cette hausse du taux d'épargne des ménages peut résulter d'une saturation des besoins de consommation, d'une montée de l'épargne de précaution, d'un moindre accès des ménages au crédit bancaire si leur profil de risque est jugé dégradé³.

En résumé, la phase de blocage se caractérise par une sollicitation forte des capacités et des facteurs de production et par une forme de concurrence entre les agents économiques pour capter des ressources moins abondantes et plus onéreuses. Ces tensions, à l'origine du blocage de la croissance, peuvent être un temps surmontées par la hausse de l'endettement et celle des prix. Mais cette hausse finit par entraîner un resserrement monétaire, voire aussi macro-prudentiel, qui vise à refroidir l'économie en surchauffe. Le rôle de la hausse des taux d'intérêt (courts comme longs) dans le retournement du cycle, pour important qu'il soit, ne signifie pas que la politique monétaire porte nécessairement toute la responsabilité des récessions. Le retournement est inéluctable dès lors que les ressources physiques et financières se font plus rares et/ou plus chères, contraignant les ménages et/ou les entreprises à, plus ou moins soudainement, réduire leurs dépenses.

Si l'évolution des taux n'est pas forcément le déclencheur du retournement conjoncturel, elle peut être un amplificateur ou, au moins, un indicateur. L'inversion de la courbe (des taux courts supérieurs aux taux longs) est, en effet, un indicateur avancé réputé des récessions américaines. La logique sous-jacente est la suivante : les taux courts montent sous l'effet du resserrement de la politique monétaire, les taux longs suivent d'abord, plus ou moins, le mouvement (aplatissement de la courbe), avant de commencer à anticiper le retournement de l'activité et l'effet récessif du resserrement monétaire, et de refluer en conséquence (inversion de la courbe). En revanche, dès lors que d'autres éléments interfèrent dans la formation des taux (comme la politique d'assouplissement quantitatif), que leur évolution n'est pas principalement dictée par l'évolution de la politique monétaire conventionnelle, la pertinence du signal peut s'en trouver affectée. Il devient alors difficile, comme aujourd'hui, de distinguer la fausse alerte du « vrai » signal. Le mouvement actuel d'aplatissement de la courbe des taux américains soulève, en effet, quelques inquiétudes quant à la fin proche du cycle américain.

³ A ce stade du cycle, les besoins de financement des administrations publiques sont censés être réduits par le jeu favorable de la croissance et donc ne pas entrer en concurrence avec les besoins de financement des agents privés.

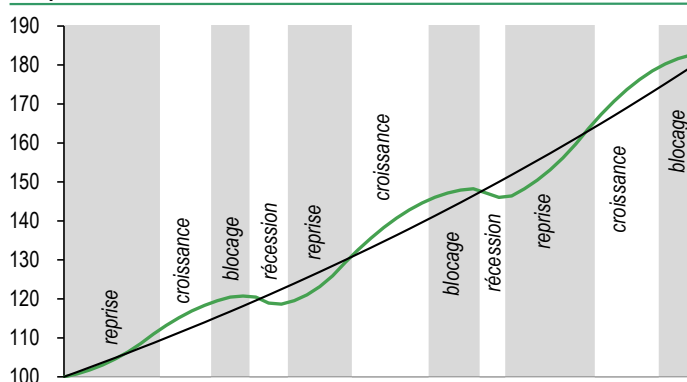
France : représentation stylisée du cycle de croissance



Graphique 1

Source : BNP Paribas

France : représentation stylisée des évolutions du PIB réel autour du PIB potentiel



Graphique 2

Source : BNP Paribas

Ces inquiétudes sont partagées de ce côté de l'Atlantique dans la mesure où, jusqu'ici, la fin du cycle américain a toujours signé la fin du cycle pour tous.

Le repère de la courbe des taux n'est pas le seul à être perturbé actuellement. En effet, toute la grille de lecture du cycle et des mécanismes endogènes des retournements conjoncturels semble questionnée par la moindre force du signal prix (en d'autres termes la faiblesse de l'inflation) sur lequel elle repose en grande partie. Les deux dernières fins de cycle (2000-2001 et 2007-2008) ont, toutefois, déjà montré qu'absence d'inflation ne signifie pas absence d'excès d'accumulation. Et c'est cet excès, quel qu'il soit (excès d'investissement, d'endettement des différents agents économiques), qui importe : il porte en lui le germe du retournement et, une fois révélé, il siffle la fin du match avec plus ou moins de sévérité selon l'ampleur du déséquilibre, la nature surprenante ou non du choc et sa propagation. Le cycle peut éventuellement voir sa durée de vie prolongée par l'absence d'inflation mais ses excès, qui lui sont consubstantiels, finissent toujours par le rattraper.



Les deux dernières crises ont aussi montré que les cycles se suivaient mais ne se ressemblaient pas. Chacune a traduit les excès d'un agent différent : de manière très schématique, les entreprises dans le cas de l'éclatement de la bulle Internet en 2000 ; les ménages, couplés au secteur financier, dans le cas de la crise des *subprime* en 2007-2008. En revanche, ces crises/cycles présentent au moins deux points communs : le même mécanisme de retournement à la baisse, à savoir le moindre accès au financement de l'agent économique alors considéré comme le maillon faible (celui dont le profil de risque est jugé le plus dégradé), celui-ci entraînant dans sa chute l'ensemble de l'économie ; le même mécanisme de purge (dans une plus ou moins grande ampleur) des excès accumulés lors du cycle précédent⁴.

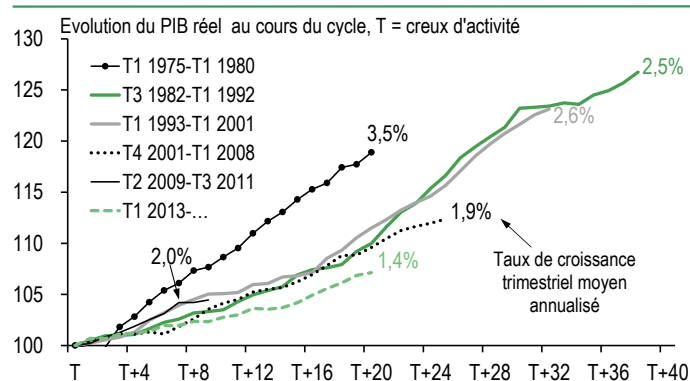
Gradation des tensions

En France, comme dans la zone euro, le premier trimestre 2013 marque le début de la reprise en cours. En 2018, celle-ci entre donc dans sa sixième année, un stade suffisamment avancé pour commencer à s'interroger sur sa longévité. La réponse à cette question n'a toutefois rien d'évident : la croissance en général, et les fins de cycle en particulier, sont difficiles à prévoir et à anticiper. Or, la situation actuelle semble plus difficile encore à analyser compte tenu des développements particuliers du cycle en cours, notamment le fait que, sur les cinq années écoulées, on ne décompte qu'une seule année de croissance forte (2017 : 2,3% en moyenne annuelle, corrigée des jours ouvrés, selon les données actuelles) après quatre années de croissance molle (2013-2016 : 0,9% en moyenne annuelle par an). C'est pourquoi le taux de croissance trimestriel moyen annualisé ressort nettement en deçà des cycles précédents (cf. graphique 3). La nette accélération, de la fin 2016 à la fin 2017, permet toutefois de retrouver les rythmes observés par le passé au même stade du cycle (taux de croissance trimestriel moyen annualisé de 2,8% aujourd'hui, similaire à la moyenne des quatre cycles précédents, exception faite du mini-cycle de 2010-2011 trop court pour être pris en compte).

2018 s'annonce comme une deuxième année de croissance forte mais toute la question est de savoir à quel point. Plusieurs facteurs peuvent venir contrarier cette perspective, notamment l'importance des tensions sur les capacités et les facteurs de production signalées par certains indicateurs. Ces tensions interrogent sur la position de l'économie française dans son cycle. Celui-ci serait nettement plus avancé que ce qu'indique l'écart de production, l'indicateur de référence du cycle, tel qu'estimé aujourd'hui. Ces tensions soulèvent aussi la question de la

capacité de la croissance française à accélérer encore ou, au moins, à tenir le rythme et à continuer de croître, une année de plus, à près de 3% l'an par trimestre comme en 2017. Elles suggèrent même que la croissance, à peine passée à la vitesse supérieure, soit vouée à ralentir déjà pour revenir sur un rythme moins élevé mais plus soutenable.

France : des cycles de longueur et de vigueur variables



Graphique 3

Source : INSEE

Est-ce à dire que le cycle aurait déjà atteint son pic et serait en passe de se retourner pour tirer à sa fin ? Ce n'est pas ce qu'indiquent l'analyse cyclique et les données empiriques. L'économie française ne présente aucun signe habituel de fin de cycle. Par rapport à ce qui a été décrit précédemment, on observe une plus grande sollicitation des facteurs de production mais encore aucune accélération significative de l'inflation. L'économie n'apparaît pas non plus en surchauffe au regard de l'évolution du taux de marge des entreprises, du taux d'épargne des ménages, de leurs conditions d'accès au crédit, ou encore des taux d'intérêt. Il se peut que l'économie ait quitté la phase de reprise et qu'elle soit entrée dans la phase d'expansion mais, sauf à sauter les étapes, et les données ne plaident pas en ce sens, elle n'est pas encore en phase de blocage. Certes, selon les indicateurs, le degré de tensions est plus ou moins important : nous les présentons ci-dessous par ordre décroissant de tensions. L'écart de production paraît donc plus ou moins refermé et, en conséquence, le cycle plus ou moins avancé. Cette gradation des tensions montre justement que tous les signaux avant-coureurs d'une fin de cycle endogène ne sont pas réunis. Ainsi, le pic de croissance a peut-être été dépassé mais le pic du cycle semble encore loin.

Contraintes d'offre et difficultés de recrutement : de fortes tensions

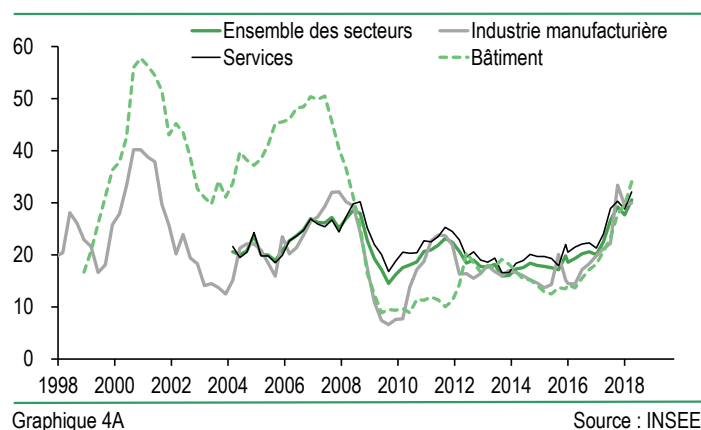
Les problèmes d'offre supplantent les problèmes de demande

L'un des trois indicateurs à avoir alerté sur l'importance des tensions pesant sur l'appareil productif français est le pourcentage d'entreprises confrontées à des difficultés d'offre les empêchant d'accroître leur

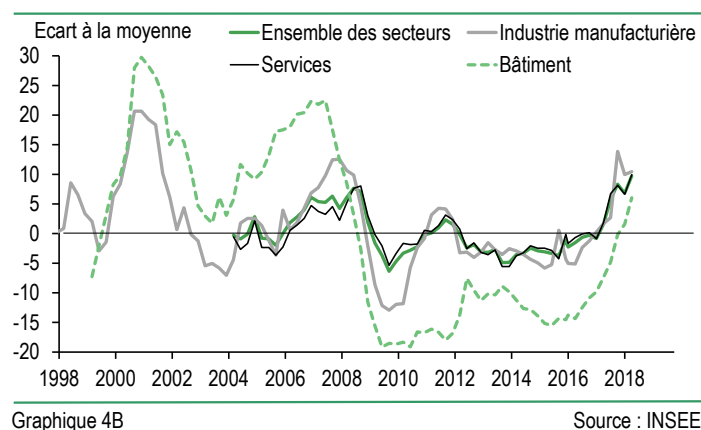
⁴ La crise des dettes souveraines européennes en 2011-2012 a révélé les excès d'un autre agent économique : les administrations publiques. Mais elle n'est pas une crise de fin de cycle comme les deux autres : c'est une crise dans la crise dans le sens où elle est, pour une grande partie, la conséquence de la crise des *subprime*. Et le travail de reconstitution des marges de manœuvre budgétaires (la purge de l'excès de dette publique) est toujours en cours.

production autant qu'elles le souhaiteraient. Ce pourcentage a commencé à augmenter, tous secteurs confondus, fin 2015. D'abord progressive, cette hausse n'a pas tout de suite retenu l'attention mais elle s'est fortement accentuée fin 2017 – début 2018, portant à un plus haut depuis 2007-2008 le pourcentage d'entreprises rencontrant de tels problèmes dans l'industrie, les services comme le bâtiment (cf. graphique 4a).

France : pourcentage d'entreprises confrontées à des difficultés d'offre



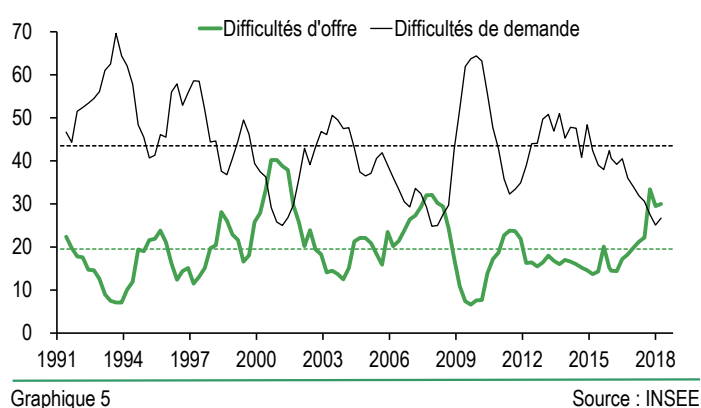
France : pourcentage d'entreprises confrontées à des difficultés d'offre



Dans l'industrie et le bâtiment, deux secteurs pour lesquels l'historique des données est un peu plus long, le pourcentage d'entreprises confrontées à des difficultés d'offre est, début 2018, à un niveau similaire à celui atteint par le passé peu de temps avant un retournement du cycle. Cette coïncidence troublante peut être relativisée par le fait que ces retournements passés ont été causés par un choc venant des Etats-Unis (éclatement de la bulle Internet en 2000, crise des *subprime* en 2007) et non de manière endogène par le niveau de tensions lui-même. Regarder le niveau de tensions en écart à la moyenne, et non en niveau absolu du pourcentage d'entreprises concernées, permet également de relativiser quelque peu l'ampleur des contraintes (cf. graphique 4b).

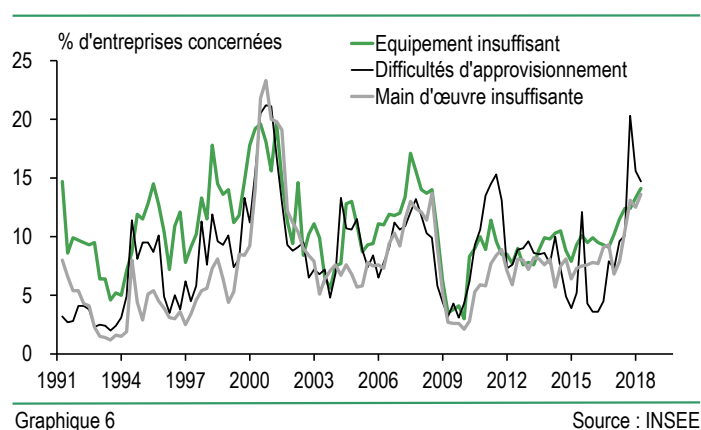
Dans l'industrie, le pourcentage d'entreprises rencontrant des difficultés d'offre a dépassé, à l'été 2017, celui des entreprises faisant face à des difficultés de demande, lui-même en nette baisse depuis 2015 : ce croisement, qui se produit rarement, est également symptomatique de l'importance des contraintes d'offre (cf. graphique 5). Dans les services, on dispose de moins de recul, les séries n'étant disponibles que depuis 2004, mais le même phénomène est observé et il est également rare. Le cas du bâtiment est un peu différent : les entreprises sont aussi plus nombreuses à signaler des problèmes d'offre que de demande mais le phénomène paraît moins exceptionnel, cette situation ayant prévalu de la fin des années 1990 à la crise de 2008.

France : pourcentage d'entreprises du secteur de l'industrie subissant des difficultés d'offre et de demande

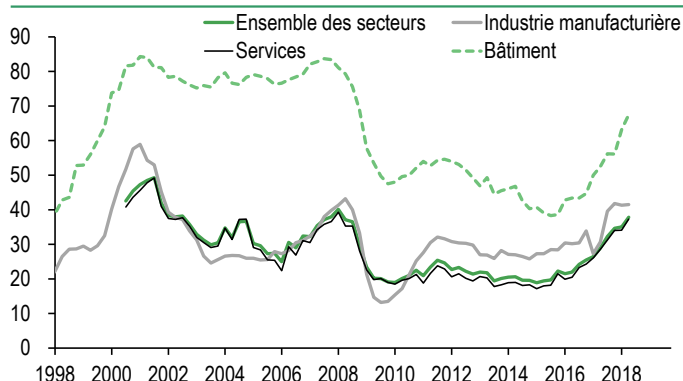


Les enquêtes de l'INSEE permettent aussi d'identifier les facteurs limitant l'accroissement de la production. Dans l'industrie, l'accroissement des contraintes résulte surtout d'une nette hausse des difficultés d'approvisionnement et, dans une moindre mesure, des difficultés liées à l'insuffisance d'équipement et de personnel (cf. graphique 6). Dans les services comme dans le bâtiment, le manque de main-d'œuvre est le principal facteur limitant.

France : facteurs limitant l'offre dans l'industrie manufacturière



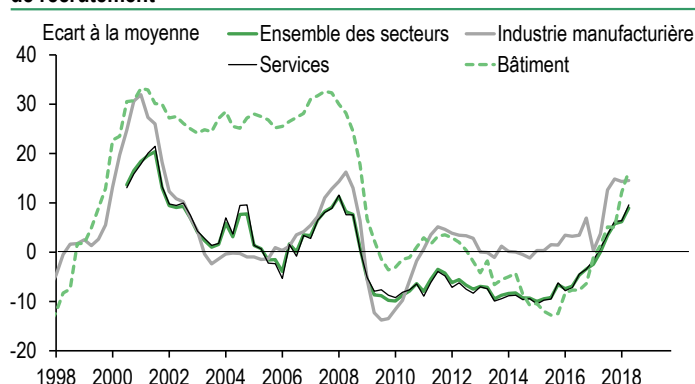
France : pourcentage d'entreprises éprouvant des difficultés de recrutement



Graphique 7A

Source : INSEE

France : pourcentage d'entreprises éprouvant des difficultés de recrutement



Graphique 7B

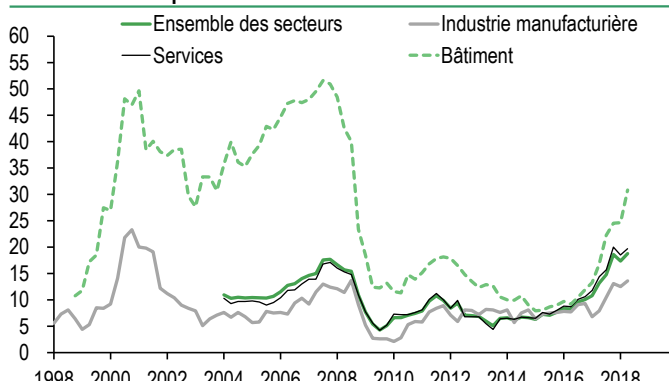
Source : INSEE

En même temps, ces contraintes d'offre, si elles sont importantes et quelque peu préoccupantes, ne sont pas si surprenantes que cela : elles sont en phase avec le cycle et rendent compte de l'accélération de la croissance en 2017. Celle-ci a été nette et se traduit, naturellement, par une plus grande sollicitation de l'appareil de production et des ressources disponibles. Ces contraintes d'offre nous semblent être d'abord une conséquence normale du redressement en cours de la croissance avant d'être une cause possible de son ralentissement futur.

Difficultés de recrutement, manque de main-d'œuvre et barrières à l'embauche

Les difficultés de recrutement, dont font part les entreprises, sont une conséquence du dynamisme des créations d'emplois mais leur importance pose un peu plus question. Comme pour les problèmes d'offre, la hausse de ces difficultés, amorcée début 2016, n'a tout d'abord pas retenu l'attention : l'ampleur du mouvement n'est apparue clairement qu'à partir de la fin 2017. Les difficultés de recrutement grandissantes sont communes à l'ensemble des secteurs (industrie, services, bâtiment) mais à des degrés divers.

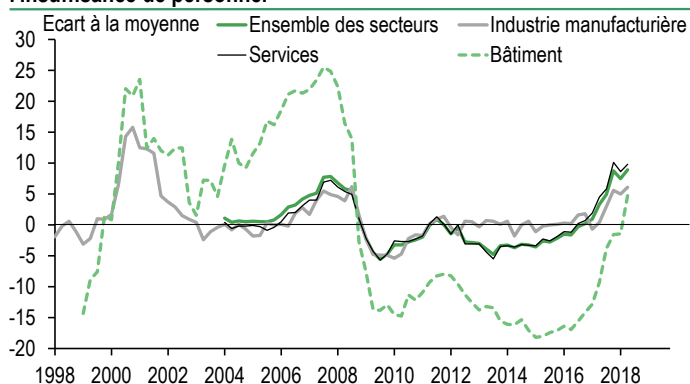
France : proportion d'entreprises dont l'activité est limitée par l'insuffisance de personnel



Graphique 8A

Source : INSEE

France : proportion d'entreprises dont l'activité est limitée par l'insuffisance de personnel



Graphique 8B

Source : INSEE

En niveau absolu, le bâtiment rencontre les difficultés les plus importantes (cf. graphique 7a). En écart à la moyenne, les différences entre secteurs apparaissent moindres (cf. graphique 7b).

Ces difficultés de recrutement contraignent le développement de l'activité de l'entreprise en raison du manque de personnel qui peut s'ensuivre. En niveau absolu, la part des entreprises déclarant que leur activité a été limitée en raison d'une insuffisance de personnel est, début 2018, plus élevée dans le bâtiment, viennent ensuite les services, le secteur le moins concerné étant l'industrie (cf. graphique 8a). En écart à la moyenne, les services occupent la première place sur le podium, viennent ensuite l'industrie puis le bâtiment juste après (cf. graphique 8b).

En complément des enquêtes sur les difficultés de recrutement et le manque de main-d'œuvre qui peut en découler, l'INSEE a cherché à en savoir plus sur l'existence et la nature des barrières que perçoivent les entreprises dans le processus d'embauche (plus précisément, ce qui les empêche d'embaucher davantage en CDI ou en CDD de longue durée).

France : Part des entreprises citant chaque barrière à l'embauche (en % de l'emploi salarié du secteur)

	Avril 2017				Octobre 2017			
	Industrie	Services	Bâtiment	Tous secteurs	Industrie	Services	Bâtiment	Tous secteurs
Incertitude sur la situation économique	34	24	54	28	32	21	43	25
Indisponibilité d'une main-d'œuvre compétente	29	24	41	27	38	29	50	32
Coûts liés à l'emploi	19	22	35	23	20	21	33	22
...coûts de recrutement	5	6	9	6	5	7	10	7
...cotisations sociales trop élevées	17	17	32	18	17	15	29	17
...niveau des salaires trop élevé	5	7	7	7	6	7	9	7
Réglementation	19	16	34	18	19	15	30	17
...coûts de licenciement	12	9	22	10	10	9	20	10
...risques juridiques associés au licenciement	14	13	26	14	13	11	22	12
...pérennité de la législation du travail	11	10	21	11	11	9	18	10
Autres	5	3	4	4	6	7	4	7

Tableau

Source : INSEE, enquêtes de conjoncture d'avril et d'octobre 2017

Note : une même entreprise peut citer plusieurs types de barrière à l'embauche. Lecture : en octobre 2017, les entreprises industrielles constatant des barrières à l'embauche et citant l'incertitude sur la situation économique emploient 32% des salariés du secteur.

Si une augmentation des difficultés de recrutement est attendue en phase d'accélération de l'activité, leur intensité peut, en effet, varier d'une phase de reprise à l'autre en fonction de ces barrières : il est donc instructif d'en connaître la teneur. Depuis janvier 2017, l'INSEE a ainsi introduit des nouvelles questions sur ce sujet dans ses enquêtes de conjoncture et a rendu compte des premiers résultats dans deux publications, en juin et décembre 2017⁵, portant, respectivement, sur les enquêtes d'avril et octobre de la même année (cf. tableau).

Les réponses ont légèrement évolué entre les deux enquêtes. Dans l'enquête d'avril, les deux barrières à l'embauche les plus citées étaient, quasiment à égalité, l'incertitude sur la situation économique et une main-d'œuvre compétente indisponible (à hauteur de 28% et 27%, respectivement). En octobre, le facteur « indisponibilité d'une main-d'œuvre compétente » a gagné en importance (32% des entreprises) tandis que le facteur « incertitude sur la situation économique » perdait de la sienne (25%). La part des entreprises citant au moins une barrière liée au coût de l'emploi est moins élevée et stable (22% en octobre, 23% en avril), la barrière la plus citée étant le niveau trop élevé des cotisations sociales (17% en octobre, 18% en avril). Les différentes barrières à l'embauche liées à la réglementation encadrant le marché du travail jouent un rôle encore moindre et sont d'importance comparable. Dans cette catégorie, la légère baisse de la part des entreprises citant les risques juridiques associés au licenciement, de 14% en avril à 12% en octobre, doit être soulignée. Elle est

encourageante et peut-être à mettre sur le compte des ordonnances réformant le code du travail promulguées en septembre 2017.

Déjà importantes, les difficultés de recrutement iraient *crescendo* en 2018. En effet, d'après l'enquête 2018 « Besoins en main-d'œuvre »⁶ (BMO 2018), les intentions de recrutement progressent fortement en 2018⁷ (+18,7% après +8,2% en 2017), entraînant dans leur sillage les anticipations de difficultés de recrutement (44,4% des projets d'embauche contre 37,5% en 2017)⁸. Pour 83% des recruteurs, la difficulté tient à la pénurie de candidats (80,2% en 2017) et pour 77,6% à l'inadéquation du profil du candidat (81,3% en 2017). Cette enquête BMO 2018 nous en apprend aussi un peu plus sur les raisons mises en avant par les employeurs lorsqu'ils identifient l'inadéquation du profil comme l'un des freins au recrutement, une information qui vient compléter l'enquête de l'INSEE sur l'indisponibilité d'une main-d'œuvre compétente. En 2017, l'inadéquation venait ainsi, pour 67% d'entre eux, d'un manque de compétences techniques (hors informatique)⁹ ; pour 65%, d'un manque de motivation des candidats ; pour 63%, d'un

⁵ Eclairage *Que nous disent les entreprises sur les barrières à l'embauche ?*, Note de conjoncture, juin 2017 ; Vincent Dortet-Bernadet, *La moitié des entreprises signalent des barrières à l'embauche*, INSEE Focus n°106, 21 décembre 2017.

⁶ Pôle emploi, enquête *Besoins en main-d'œuvre* : les employeurs anticipent une forte progression de leurs perspectives d'embauche pour 2018, Eclairages et synthèses, n°44, avril 2018.

⁷ Une augmentation qui s'accompagne d'une sécurisation des emplois puisque 41,7% de ces recrutements sont envisagés en CDI et 22,2% en CDD de plus de six mois, des proportions en hausse par rapport à 2017 (+3,3 et +3,1 points, respectivement), tandis que la proportion de CDD de moins de six mois diminue nettement (-6,4 points, de 42,5% à 36,1%).

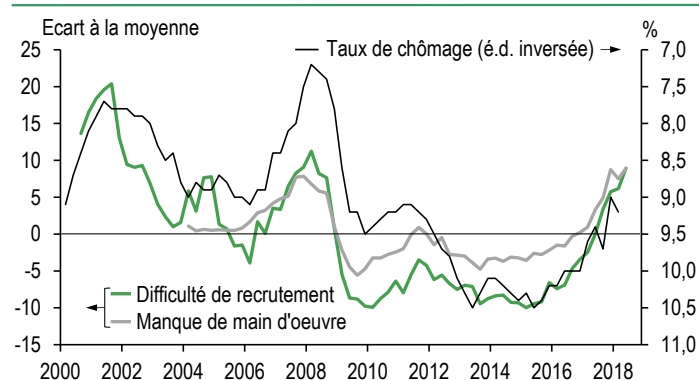
⁸ En réalité, ces difficultés de recrutement pourraient s'avérer légèrement moindres si l'on se fie aux résultats de 2017 et 2016. Ces deux années-là, le pourcentage d'entreprises ayant effectivement rencontré des difficultés de recrutement s'est avéré d'environ 3 points inférieur au pourcentage anticipé.

⁹ Le manque de compétences bureautiques et/ou informatiques est cité par 13% des employeurs comme motif d'inadéquation du profil.



manque d'expérience professionnelle ; pour 44%, de défauts de présentation et de compétences relationnelles ; et pour 41%, d'une insuffisance de diplôme ou de formation.

France : tensions sur la main d'oeuvre et taux de chômage



Graphique 9

Source : INSEE

L'apparition de difficultés de recrutement et le manque de main-d'œuvre ne sont pas des évolutions surprenantes au regard de la baisse du taux de chômage (cf. graphique 9). La France n'est pas un cas isolé : le manque de personnel est ressenti dans d'autres pays européens, notamment en Allemagne. En France, l'ampleur des difficultés associée à un niveau de taux de chômage encore relativement élevé est toutefois frappante. Dans le cycle en cours, les difficultés de recrutement se sont « déclenchées » alors que le taux de chômage amorçait sa baisse depuis un pic à 10,5% mi-2015 ; dans le cycle précédent, elles sont apparues à 9% et ont atteint leur pic début 2008 avec un taux de chômage à 7,2%.

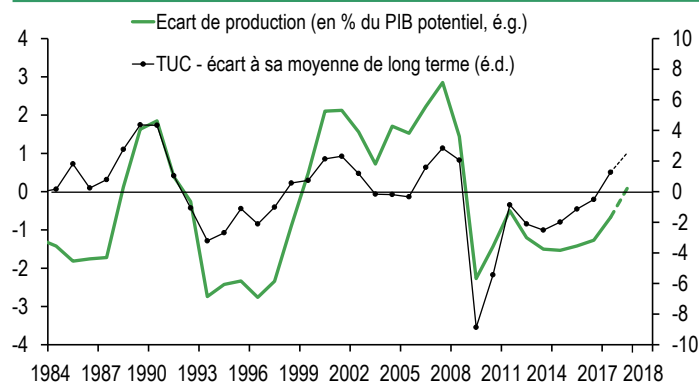
Début 2018, les difficultés de recrutement sont aussi importantes qu'à la mi-2007 (et proches du pic de début 2008) mais avec un taux de chômage un point plus haut aujourd'hui (9% contre 8%). Ces évolutions suggèrent une élévation importante du niveau du taux de chômage structurel entre 2007 et 2017, mais dont ne rendent pas compte, ou pas autant, les estimations officielles actuelles : l'OCDE estime le NAIUR français à 9,1% en 2017 contre 8,6% en 2007 tandis que l'estimation de la Commission européenne est la même pour les deux années, à 9,2%. On pourrait en conclure que ces estimations sont trop basses, ce qui expliquerait mieux les difficultés actuelles de recrutement pour un taux de chômage effectif encore relativement élevé. En revanche, cela expliquerait encore moins bien l'absence de pressions inflationnistes et salariales qui, au contraire, suggère des estimations de chômage structurel trop hautes (cf. *infra*).

Des capacités de production utilisées à 86% début 2018

La remontée, depuis fin 2013, du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (TUC) jusqu'au dépassement, fin 2016, de sa moyenne de long terme (83%) est le troisième indicateur signalant

des tensions certaines et assez importantes sur l'appareil de production. S'il n'est pas encore en surtension (en surchauffe), il ne s'agit certainement plus d'une sous-utilisation. L'écart du TUC à sa moyenne semble clairement indiquer un cycle de croissance plus avancé que ce qu'indique sa mesure habituelle par l'écart de production (l'*output gap*, qui rapporte le PIB réel au PIB potentiel) : d'après le TUC, l'*output gap* était déjà refermé et en territoire positif en 2017 (cf. graphique 10).

France : deux mesures (l'une étroite, l'autre large) du degré d'utilisation des ressources



Graphique 10

Sources : INSEE, Commission européenne, BNP Paribas

D'après la Banque de France, la hausse plus nette de la durée d'utilisation des équipements (DUE) dans les entreprises de l'industrie manufacturière en 2017, par rapport aux quatre années précédentes (près de +4% après à peine +2%), atteste aussi de l'ampleur des contraintes auxquelles font face les entreprises pour accroître leur activité¹⁰. 44% des entreprises déclarent être confrontées à des obstacles à l'allongement de leur DUE (41% en 2016), alors que l'augmentation de celle-ci est un moyen rapide de répondre à un renforcement de la demande sans faire appel à de nouveaux investissements, l'augmentation du TUC étant l'autre variable d'ajustement. Et parmi les obstacles à l'allongement de la DUE, on trouve d'abord le manque de main-d'œuvre qualifiée : il est mentionné par 86% des entreprises, un pourcentage en forte hausse depuis 2015 après avoir oscillé autour d'une moyenne de 52% depuis 2008.

Écart de production : *a priori* encore négatif en 2017 mais plus beaucoup

Les estimations de l'*output gap* par les organismes internationaux diffèrent quelque peu les unes des autres mais, globalement, le message est le même : l'*output gap* restait en 2017 négatif, plus ou moins selon les estimations, et il se referme assez rapidement à la faveur de la vigueur retrouvée de la croissance en 2017 (cf.

¹⁰ Banque de France, *La durée d'utilisation des équipements progresse fortement en 2017 – Résultats de l'enquête menée par la Banque de France*, Bulletin 216/1, mars-avril 2018.

graphique 11). Contrairement au message renvoyé par les indicateurs étudiés plus haut, les tensions sur les ressources productives de l'économie seraient encore réduites ; ces ressources seraient encore légèrement sous-utilisées, bien que de moins en moins.

Le principal bémol à ce diagnostic tient à la difficulté et à la fragilité des estimations de l'*output gap*¹¹. Celui-ci est un indicateur du cycle de croissance conceptuellement plus satisfaisant et pertinent que le TUC mais peu fiable au regard de l'ampleur de ses révisions au fil du temps. Un premier exemple : d'après la dernière estimation disponible de la Commission européenne (mai 2018), l'écart de production ressort positif, à hauteur de 2,9 points, en 2007 alors qu'en mai 2007, il était estimé en « temps réel » à -0,9 point (cf. graphique 12a). Le message, et les implications qui en découlent en termes d'analyse et de politique économique, ne sont clairement pas les mêmes.

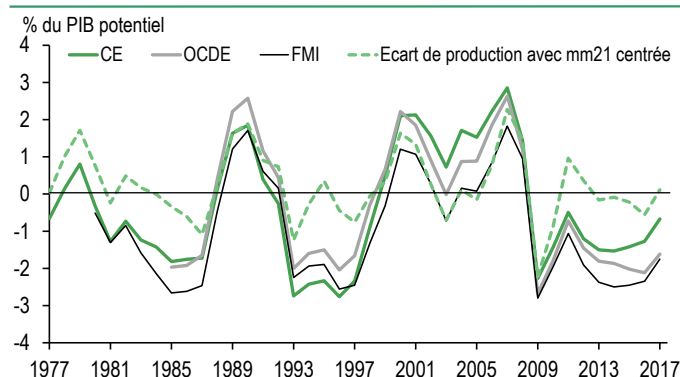
Autre exemple : la première estimation en « temps réel » de l'écart de production pour 2009 était de -2,2 points ; cette estimation n'a, ensuite, cessé d'être abaissée, jusqu'à atteindre -3,9 points au printemps 2011, avant d'être remontée à -2,8 points seulement quelques mois plus tard (en novembre 2011), et de rester à ce niveau jusqu'en mai 2014 où elle est à nouveau rehaussée à -2,4 points, jusqu'à faire un passage à -2,1 en novembre 2015 pour finalement redescendre à -2,3 en mai 2018 (cf. graphique 12b). Contrairement au premier exemple, au moins le signe de l'écart de production n'a pas été modifié au fil des révisions : il est resté largement négatif.

Ces révisions successives, parfois de grande ampleur, sont révélatrices de la grande incertitude entourant les estimations de croissance potentielle et d'écart de production, et de l'influence pro-cyclique de la conjoncture sur ces estimations. Cette double problématique a été soulignée récemment par Benoît Cœuré, l'un des membres du directoire de la BCE¹². Un passage de son discours a plus particulièrement retenu notre attention. L'idée est que, à mesure que la croissance se renforce (sur le plan conjoncturel mais aussi structurel grâce à l'appui supplémentaire des réformes), l'offre et la demande augmentent de concert, de telle sorte que l'écart de production ne se referme pas. Ce qui amène à une sorte de paradoxe selon lequel plus la croissance réelle est rapide, moins l'écart de production se referme vite et donc moins les risques de surchauffe et les pressions inflationnistes habituellement associés à une croissance réelle durablement élevée semblent forts. Autant dire que la boussole de l'écart de production perd beaucoup de son utilité. En tout cas, elle manque de précision.

¹¹ Pour un aperçu des débats autour des différentes méthodologies d'estimation de l'*output gap*, lesquelles sont préférables aux autres, cf. Stefan Gerlach et Franck Smets (1999), *Output gaps and monetary policy in the EMU area*, European Economic Review, vol. 43.

¹² Benoît Cœuré (2018), *Scars that never were? Potential output and slack after the crisis*, discours à l'occasion de la conférence-anniversaire des 40 ans du CEPII, Paris, 12 avril.

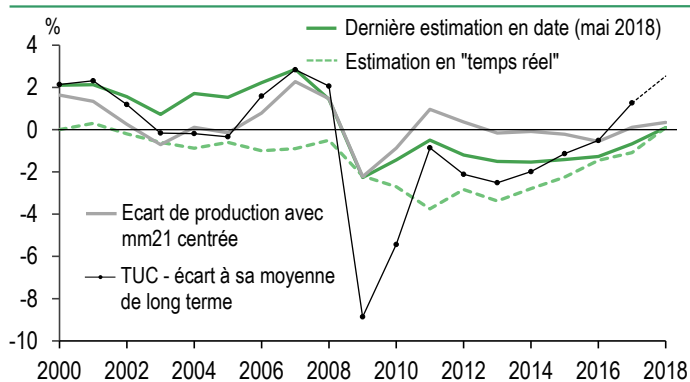
France : estimations diverses de l'écart de production



Graphique 11

Sources : Commission européenne, OCDE, FMI, INSEE, BNPP

France : estimation de l'écart de production au cours du temps

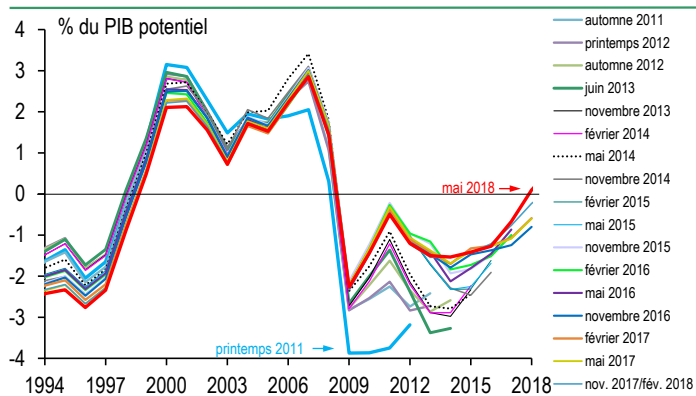


Graphique 12A

Sources : Commission européenne, INSEE, BNP Paribas

Note de lecture du graphique : l'estimation en « temps réel » correspond ici à l'estimation de l'écart de production de la Commission européenne faite en mai de l'année *n* pour l'année *n*.

France : estimation de l'écart de production au cours du temps



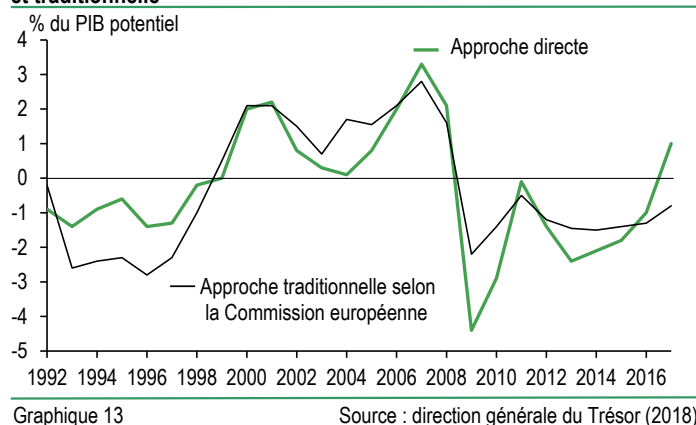
Graphique 12B

Source : Commission européenne



Pour contourner le problème, tout en restant sur un périmètre large, une première alternative consiste à simplement estimer le PIB potentiel au moyen d'une moyenne mobile centrée sur cinq ans du PIB réel et de calculer l'écart de production correspondant : le résultat est assez proche de la dernière estimation officielle en date de l'écart de production (cf. graphique 12a). Mais les séries de PIB réel sont aussi susceptibles d'être révisées, dans des proportions moindres que l'écart de production mais parfois de manière significative lors des changements de base et de méthodologie.

France : estimation de l'écart de production par approche directe et traditionnelle

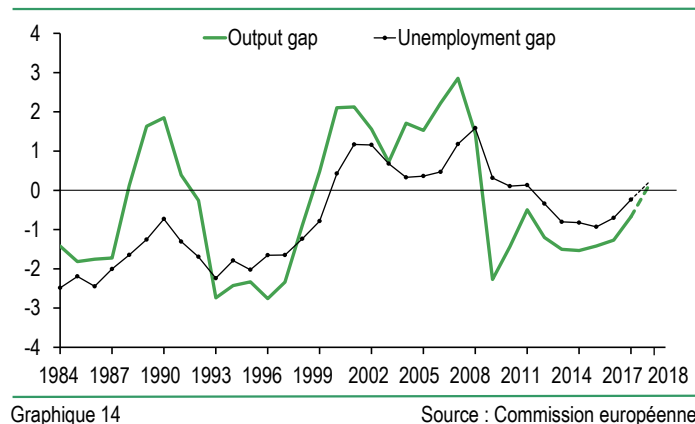


Ce qui nous ramène au TUC : il couvre certes un champ plus étroit (l'industrie et non l'ensemble de l'économie) mais il présente l'avantage d'être peu révisé et disponible mensuellement. Hormis la période extrême de la Grande Récession (2008-2009), son évolution est suffisamment proche de l'écart de production pour être utilisé comme *proxy*, en temps réel, du cycle (cf. graphiques 10 et 12a). Dans la même idée de disposer d'une mesure du cycle en temps réel et non sujette à révision, mais de manière plus sophistiquée, le Trésor français a estimé l'écart de production à partir des indicateurs de tensions des enquêtes de conjoncture (méthode dite « de l'approche directe ») suivants : le TUC, 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 demande dans chacun de ces trois secteurs¹³. Cette approche confirme nos observations précédentes d'une position de l'économie française dans son cycle plus avancée que ce qu'indique l'*output gap* traditionnel : au lieu d'être encore négatif à hauteur de 1 point environ en 2017, il serait positif à hauteur de 1 point (cf. graphique 13).

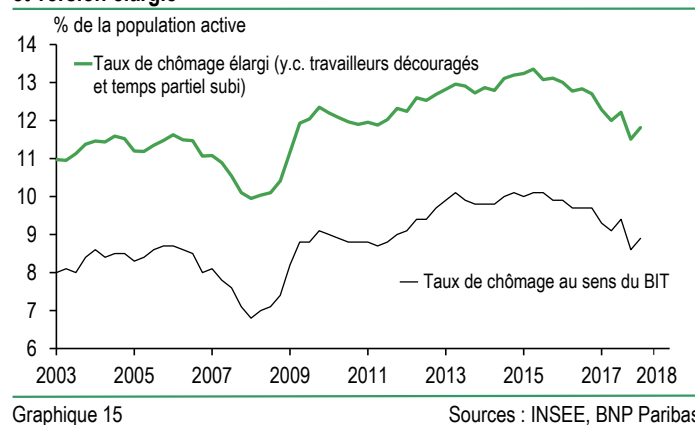
Pour finir, nous examinons ce que le marché du travail dit du degré d'utilisation des ressources, au travers de l'*unemployment gap* tout d'abord.

Cet *unemployment gap* est le pendant de l'*output gap*. Il mesure la différence entre le taux de chômage structurel et le taux de chômage effectif. Ainsi mesuré, l'écart de production serait quasiment nul en 2017, signalant une résorption des ressources inutilisées quand des surcapacités, peu importantes, existeraient encore d'après l'*output gap* (cf. graphique 14). On considérera toutefois cette différence comme non significative compte tenu de la marge d'erreur entourant l'estimation des deux *gaps*. Il est, en revanche, une différence significative, celle sur le degré de sous-utilisation de la main-d'œuvre lorsque l'on élargit la mesure du taux de chômage pour y inclure d'autres formes d'inactivité ou de sous-emploi, comme les travailleurs découragés¹⁴ et le temps partiel subi. A cette aune, il existe encore aujourd'hui d'importantes ressources inemployées mais employables (cf. graphique 15).

France : *unemployment gap* et *output gap*



France métropolitaine : taux de chômage au sens strict et version élargie



¹³ Diane De Waziers (2018), *Que nous disent les enquêtes de conjoncture sur la position de l'économie dans le cycle ?*, Trésor-éco n°223, juin.

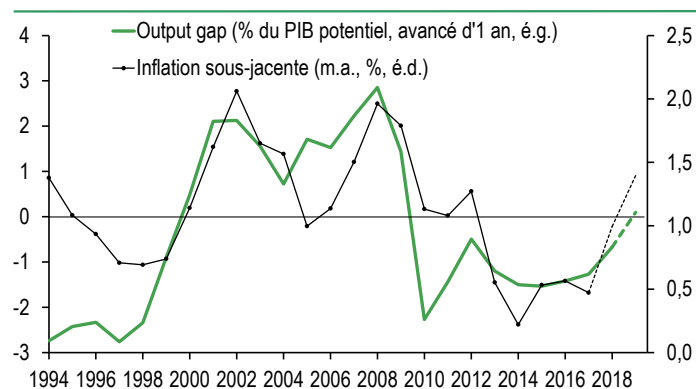
¹⁴ Les travailleurs découragés font partie de ce qui est appelé le halo du chômage, qui est composé de personnes proches du chômage mais non comptabilisées car ne remplissant pas tous les critères du Bureau International du Travail (BIT), à savoir être à la fois sans emploi, en recherche active d'emploi et disponible pour travailler dans un délai de deux semaines.

Inflation: une question de temps?

L'arbitre de l'inflation peut-il nous aider à départager les deux camps, celui des indicateurs de tensions issus des enquêtes de conjoncture et celui de l'écart de production, les premiers signalant un cycle plus avancé que le second ? La réponse est non, en tout cas pas de manière claire¹⁵. En effet, la faiblesse de l'inflation sous-jacente, ou plus exactement son absence d'accélération franche (0,5% en moyenne annuelle en 2017 comme en 2015 et 2016), envoie plutôt, à première vue, un troisième message, celui d'un *output gap* plus négatif qu'estimé. L'absence de tensions sur les prix signifierait une absence de tensions sur les facteurs de production, un résultat déroutant au regard des tensions apparentes sur un certain nombre d'indicateurs d'activité.

Mais il ne faut pas oublier les délais de transmission : l'inflation est, en effet, un indicateur retardé du cycle et le mouvement de fermeture de l'*output gap* n'est amorcé que depuis peu en France (cf. graphique 16). La faiblesse de l'inflation de même que celle des hausses de salaires concordent donc plutôt avec l'état de l'économie.

France : inflation sous-jacente et *output gap*



Graphique 16 Sources : INSEE, Commission européenne, BNP Paribas

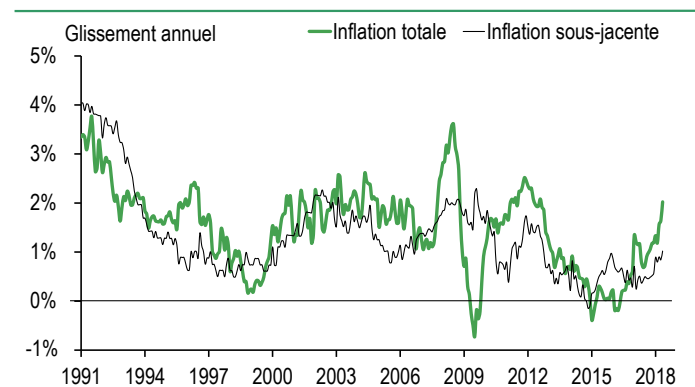
On rappellera, ensuite, que l'inflation est définie comme un phénomène de hausse généralisée des prix, durable et auto-entretenu. Ainsi, quand l'inflation totale accélère comme elle le fait depuis début 2018, tirée à la hausse par la remontée des prix du pétrole et le durcissement de la fiscalité sur le tabac et les carburants, mais sans observer la même accélération et le même rythme du côté de l'inflation sous-jacente, il ne s'agit pas d'une « vraie » inflation¹⁶ (cf. graphique 17). On

¹⁵ Sachant que la justesse de la mesure de l'inflation fait, elle aussi, l'objet de débats. Se pose notamment la question de sa possible surestimation du fait de la difficulté à mesurer et intégrer la plus grande qualité d'un certain nombre de nouveaux biens et services de l'ère numérique et/ou à forte contenu technologique.

¹⁶ Le baril de Brent est passé de 28 EUR en moyenne en janvier 2016 à 64 EUR en moyenne en mai 2018, soit une hausse de près de 130%. Particulièrement bon marché début 2016, le pétrole reste encore à des niveaux relativement peu élevés aujourd'hui mais sa hausse est tout de même significative. A l'horizon des prochains mois toutefois, du fait des effets de base, la contribution positive à l'inflation totale de cette hausse devrait aller en diminuant (sauf si le pétrole continue de fortement progresser) et, dans

parle plutôt de déformation des prix relatifs. Le graphique 18 permet de juger du caractère encore peu généralisé de l'inflation, au regard du faible pourcentage de composantes de l'indice des prix à la consommation dont le glissement annuel est supérieur à 2%.

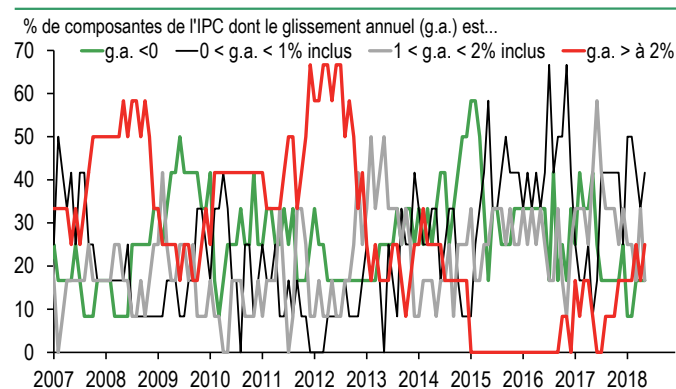
France : inflation totale et sous-jacente



Graphique 17

Source : INSEE

France : caractère plus ou moins généralisé de l'inflation



Graphique 18

Sources : INSEE, BNP Paribas

Pour obtenir une dynamique généralisée de l'inflation, une année de croissance rapide ne suffit pas. Après une récession particulièrement sévère en 2008-2009 dont l'économie conserve encore des stigmates, quatre années de croissance molle (2013-2016) et cinq d'inflation particulièrement faible, la page ne se tourne pas facilement. Certains mécanismes ont pu être altérés : cela semble être notamment le cas de la courbe de Phillips qui n'a pas disparu mais s'est aplatie.

D'après les estimations de l'INSEE, le lien entre chômage et salaires, d'une part, et salaires et prix, d'autre part, existe toujours mais il s'est distendu, la transmission étant de plus en plus perturbée¹⁷. Si le débat

notre scénario, l'inflation totale et sous-jacente convergeraient l'une vers l'autre aux alentours de la mi-2019.

¹⁷ Benjamin Quévat et Benjamin Vignolles (2018), *Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu – Etude comparée dans les économies française et américaine*, dossier de la Note de conjoncture de l'INSEE, mars.



n'avait pas lieu d'être jusqu'ici en France, compte tenu du niveau encore relativement élevé du taux de chômage (contrairement aux Etats-Unis et à l'Allemagne), cela signifie que demain, même si le taux de chômage descend sensiblement plus bas, il ne faut pas s'attendre à ce que l'inflation sous-jacente accélère nettement au-delà de 2%. Par ailleurs, des pressions désinflationnistes voire déflationnistes sont à l'œuvre, dues à la mondialisation, à l'intensité de la concurrence, aux efforts de compétitivité, à l'essor du numérique ou encore au vieillissement démographique¹⁸.

En attendant, à court terme, les conditions d'une accélération de l'inflation semblent réunies, davantage en tout cas que lors des deux années précédentes. Le renforcement, l'extension de la croissance à l'ensemble de ses moteurs et au marché du travail, et sa plus grande vigueur partout dans le monde sont, en effet, de nature à changer la donne et à entraîner à la hausse l'inflation. Un certain nombre d'indicateurs avancés de l'inflation pointent en ce sens : en amont, il est clair que la pression monte ; il reste à voir comment elle se transmettra en aval.

Parmi ces signaux avant-coureurs, il y a ceux issus des enquêtes sur le climat des affaires : les composantes « prix de production » et « délais de livraison » des indices PMI de Markit ainsi que le jugement des chefs d'entreprise sur les perspectives générales de prix dans les enquêtes de l'INSEE. Les effets de second tour de la nette remontée du pétrole depuis début 2016 devraient aussi se traduire par plus d'inflation sous-jacente. L'inflation salariale commence également à se redresser, de manière encore modeste pour le salaire mensuel de base (+1,5% en glissement annuel au premier trimestre 2018 contre un point bas à 1,2% en 2016) et plus nettement pour le salaire moyen par tête qui inclut les éléments de rémunération variable et les heures supplémentaires (+2,1% en glissement annuel au quatrième trimestre 2017 contre un point bas à 1% mi-2016). De plus, les indicateurs sur les difficultés de recrutement et le manque de main-d'œuvre poussent dans la direction de hausses plus fortes.

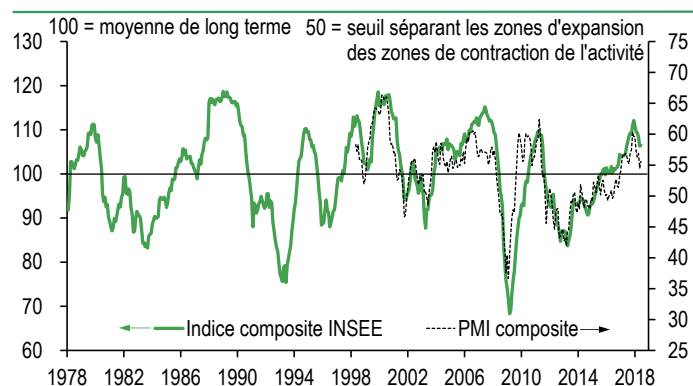
D'une certaine manière, l'inflation bénéficie aussi du soutien de la BCE, qui procède à la normalisation de sa politique monétaire avec la plus grande prudence. La Banque centrale veut, en effet, être sûre que l'inflation est bien installée sur une trajectoire auto-entretenue, en direction de sa cible (une inflation inférieure mais proche de 2% à moyen terme, ce qui correspond à la stabilité des prix compte tenu de la marge d'erreur). La question du dépassement de cette cible ne se pose pas encore : elle doit déjà être atteinte. Cela nécessite une politique monétaire très accommodante et un biais *dovish* (plutôt prendre le risque, contrôlé, de resserrer trop tard que trop tôt, d'avoir trop d'inflation plutôt que pas assez).

¹⁸ Pour des éléments d'analyse synthétique sur certains de ces facteurs et les implications d'une inflation faible, cf. Lettre Trésor-Éco (2017), « Pourquoi l'inflation reste-t-elle si faible dans le monde ? » n°208, octobre.

Des limites limitées

Le passage de la phase de reprise à la phase d'expansion se traduit par un certain ralentissement de la croissance, sur un rythme moins élevé mais plus soutenable. A quel point l'accès de faiblesse de la croissance française au premier trimestre 2018¹⁹ est-il annonciateur de ce changement de rythme ? La réponse n'est pas simple dans la mesure où de nombreux facteurs, ponctuels ou exogènes, sont aussi à prendre en compte : l'épisode de froid entre fin février et début mars, les hausses d'impôts du début d'année, la remontée des prix du pétrole, l'appréciation passée de l'euro, les incertitudes engendrées par les tensions commerciales et l'escalade protectionniste alimentées par les Etats-Unis. Ce contrecoup peut aussi être considéré comme ponctuel après plusieurs trimestres de forte croissance. Mais il peut aussi indiquer un ralentissement plus pérenne de la croissance, en lien avec les contraintes d'offre et le changement de phase du cycle, mais sans que l'on puisse en apprécier précisément l'ampleur pour le moment.

France : climat des affaires



Graphique 19

Sources : INSEE, Markit

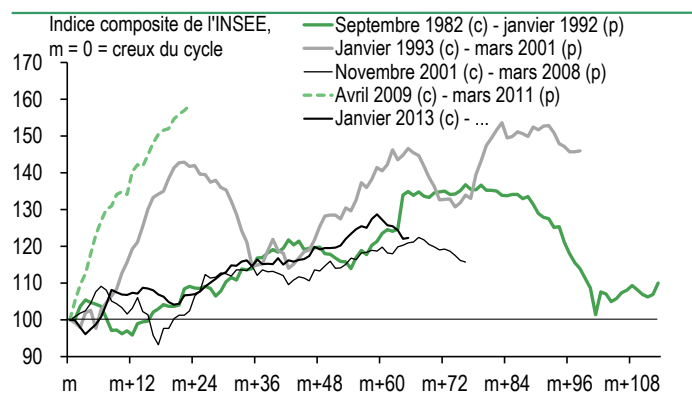
Le fléchissement continu des enquêtes sur le climat des affaires depuis le début de l'année ne permet pas non plus d'y voir plus clair, dans la mesure où il porte aussi la trace des facteurs ponctuels et exogènes susmentionnés. Il n'est pas plus évident de distinguer ce qui relève du ponctuel ou de la tendance. En revanche, il est certain que ces enquêtes avaient retrouvé, fin 2017, des niveaux très élevés, dépassant certains points hauts précédents et posant la question de ce qui pourrait les amener plus haut encore (cf. graphique 19). Leur fléchissement depuis lors laisse penser qu'il s'agissait de leur pic cyclique, signalant par là même que le pic de croissance a lui aussi été atteint. La suite de l'histoire reste toutefois à écrire et, au regard des cycles précédents,

¹⁹ D'après la deuxième estimation de l'INSEE, la hausse du PIB a été de seulement 0,2% en rythme trimestriel, une rupture de rythme nette après la série de cinq trimestres de croissance à 0,7% en moyenne par trimestre.



rien n'est encore joué : un pic aujourd'hui n'en sera peut-être plus un demain, remplacé par un nouveau plus haut (graphique 20).

France : évolution du climat des affaires, du creux (c) au pic (p)



Graphique 20 Sources : INSEE, BNP Paribas, datation CEPR des pics et des creux

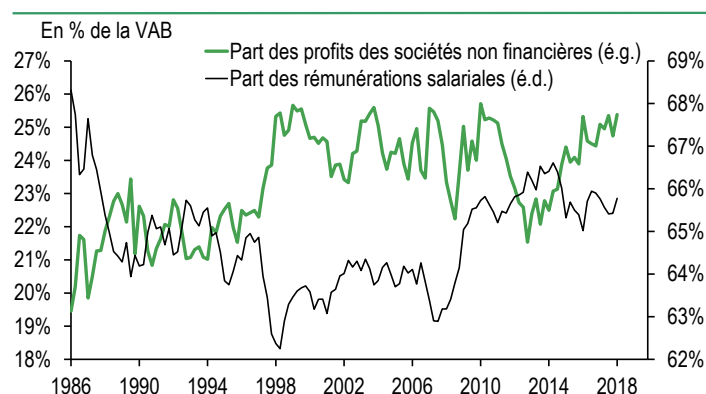
Il est également certain que, au niveau auquel les enquêtes sur le climat des affaires se situent aujourd'hui (106 en juin 2018 pour l'indice composite de l'INSEE), soit encore nettement au-dessus de leur moyenne de long terme (100), elles restent compatibles avec une croissance soutenue, légèrement supérieure même à sa moyenne de long terme d'environ 0,4% par trimestre. Si cela ne tenait qu'à sa dynamique endogène, la croissance française devrait, au moins, pouvoir se maintenir, pendant quelques trimestres encore sur un tel rythme (0,4-0,5% par trimestre). Ses bases sont, en effet, solides. Elle n'a pas comblé tout son déficit après plusieurs années en sous-régime. Et elle bénéficie de conditions monétaires et financières et d'une politique économique favorables.

Ensuite, nous voyons apparaître d'un bon œil les premiers indices d'une accélération à venir de l'inflation sous-jacente. Il s'agirait du signe attendu du bon fonctionnement des mécanismes de transmission de l'activité aux prix. Au stade actuel du cycle, la hausse attendue de l'inflation sous-jacente, qui devrait rester contenue, n'est pas inquiétante et susceptible de gripper la croissance²⁰. De même, l'accélération des salaires qui se dessine ne devrait pas être, dans un premier temps, préjudiciable aux marges des entreprises dès lors que ces marges devraient être portées, en parallèle, par le plus grand dynamisme conjoncturel des ventes (plus de salaires signifie plus de consommation) et par la hausse un peu moins contrainte des prix. Le cycle de productivité est également favorable à un redressement des gains, qui permettrait de contenir la progression des CSU. La tendance pour les prochains trimestres devrait être à la poursuite de la hausse du

²⁰ La hausse actuelle de l'inflation totale, due à la montée des prix du pétrole, est toutefois plus pénalisante.

taux de marge des entreprises, une prévision toutefois plus normative que positive²¹.

France : répartition de la valeur ajoutée brute en France



Graphique 21

Source : INSEE

Enfin, s'agissant des contraintes d'offre et des difficultés de recrutement rencontrées par les entreprises, dans la mesure où elles sont normales, pour une large part, à ce stade du cycle, elles ne nous paraissent pas encore constituer un frein important à la croissance. Celui-ci pourrait être plus significatif en 2019, si la croissance en 2018 reste soutenue.

S'agissant du marché du travail tout d'abord, le taux de chômage pourrait être déjà revenu à son niveau structurel mais il ne s'agit pas d'une limite infranchissable, à la hausse comme à la baisse. Le taux de chômage peut continuer de baisser. Il existe encore un réservoir de main-d'œuvre (dans le halo du chômage et le sous-emploi) dans lequel puiser pour répondre aux besoins de recrutement. Les difficultés de recrutement et les problèmes d'insuffisance de personnel peuvent aussi être contournés par une augmentation du temps de travail, des investissements de robotisation et d'automatisation, des gains de productivité, le tout étant bénéfique à la croissance.

Les difficultés de recrutement devraient aussi pouvoir être atténuées par les nouveaux assouplissements apportés au code du travail et par la réforme de la formation professionnelle et de l'apprentissage couplée au plan d'investissement de EUR 15 mds dans les compétences (PIC). Cette réforme vise à répondre au problème du manque de compétences exprimé par les entreprises et à améliorer l'adéquation entre l'offre et la demande de travail. La réforme de l'assurance-chômage doit aussi permettre de sécuriser les parcours professionnels (en améliorant la formation, l'insertion et la mobilité sur le marché du travail), l'objectif ultime étant d'abaisser le niveau du taux de chômage structurel. La loi PACTE (plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises) est également de nature à dynamiser le marché du travail et à lever des barrières à l'embauche en allégeant les

²¹ Comme pour les ménages, la hausse des prix du pétrole peut jouer les trouble-fête. À l'inverse, la dépréciation en cours de l'euro est un facteur de soutien.



seuils sociaux, et en facilitant la création d'entreprise et la reprise d'activité.

A court terme, les contraintes d'offre nous paraissent encore moins constituer un frein à la croissance française. Elles sont même un vecteur de croissance car elles poussent à davantage d'investissements, de capacité comme de productivité. Cet effort nécessaire soulève toutefois la question de son financement. Plus exactement, ce n'est pas un problème aujourd'hui mais cela pourrait le devenir demain. Le redressement du taux de marge des entreprises reste, en effet, partiel. Quant au taux d'autofinancement des entreprises, il s'est comptablement amélioré avec le passage, en mai 2018, des comptes nationaux français en base 2014²², mais il n'est pas très élevé (95% fin 2017). Il en découle un niveau élevé, et en hausse continue depuis 2005, du taux d'endettement des entreprises françaises (72% du PIB fin 2017 contre 51% en 2005). La marge de progression pour financer plus d'investissement paraît donc limitée. Et cette hausse, d'ores et déjà sous surveillance, est une vulnérabilité potentielle future, dans un moment moins favorable du cycle.

De la reprise à la croissance

Notre analyse de la situation actuelle de l'économie française et de sa position dans le cycle nous amène à un diagnostic assez positif. Il est vrai que cette position n'est pas tout à fait la même selon les différents indicateurs du degré d'utilisation des capacités et des facteurs de production (cf. graphique 22). Mais la conclusion que nous tirons de ces différences est que la France aurait quitté la phase de reprise et ses taux de croissance vigoureux et en accélération. Le pic de croissance serait derrière nous.

2017 marquerait ainsi à la fois le début et la fin de la phase de reprise²³. Et 2018 signerait le début de la phase de croissance, une phase pendant laquelle la croissance certes décélère mais reste soutenue, supérieure à la croissance potentielle. De même que pic de croissance ne veut pas dire pic du cycle, ralentissement (de la croissance) ne veut pas dire retournement (du cycle). Cette phase d'expansion dure jusqu'au pic du cycle (écart de production à son maximum) ce qui, a

priori, laisse à la France encore quelques années de croissance devant elle. En effet, même si l'*output gap* est déjà légèrement positif, comme le suggèrent les indicateurs de tensions sur les capacités issus des enquêtes de conjoncture de l'INSEE, il peut s'écouler encore quelques années avant qu'il n'atteigne son pic (ce qui signifie autant de temps pendant lequel la croissance resterait relativement élevée), puis qu'il en redescende et, enfin, que la surchauffe de l'économie n'entraîne la fin du cycle et la récession.

Les réformes structurelles, comme celles actuellement engagées, visent à prolonger le cycle, en repoussant les contraintes d'offre et la « vitesse maximale » à laquelle l'économie peut croître avant de venir buter sur ces contraintes. Ces réformes rehaussent le niveau du PIB potentiel et son taux de croissance. Mais elles agissent lentement et sur le long terme. A plus court terme, et parce que l'économie est ouverte, le cycle français peut toutefois, *a contrario*, voir sa durée de vie soudainement écourtée par un choc exogène.

France : position dans le cycle selon les indicateurs du degré d'utilisation des capacités et facteurs de production

	Récession	Reprise	Croissance	Blocage
Contraintes d'offre et difficultés de recrutement			X--→	
Taux d'utilisation des capacités de production			X--→	
Output gap		X--→		
Unemployment gap		X--→		
Sous-emploi		X--→		
Inflation		X--→		

Graphique 22

Source : BNP Paribas

Note de lecture : la flèche indique le sens dans lequel le cycle avance selon chaque indicateur.

²² Ce changement de base est spécifique à la France et est le fruit d'une démarche coordonnée avec la Banque de France. Il a conduit à rapprocher un certain nombre d'estimations de la comptabilité nationale et de la balance des paiements, dont les flux d'exportations et d'importations. Il a aussi conduit à une refonte complète des estimations des flux de revenus de la propriété. Pour les sociétés non financières (SNF), cela se traduit par une forte baisse des bénéfices nets distribués ainsi que des intérêts nets versés. L'épargne brute des SNF s'en trouve fortement rehaussée. Leur investissement étant inchangé, il s'ensuit un relèvement de leur taux d'autofinancement de 11 points en moyenne entre 1980 et 2017.

²³ Si l'on joue les puristes, on peut, en effet, ne pas considérer comme de véritables années de reprise la période 2013-2016 au regard du manque de vigueur de la croissance alors : 0,9% en moyenne par an, un rythme faible et proche de la croissance potentielle. Avec une progression du PIB de 2,3%, 2017 satisfait en revanche aux critères d'une reprise : croissance vigoureuse et supérieure à la croissance potentielle.

Hélène Baudchon
helene.baudchon@bnpparibas.com

Achévé de rédiger le 28 juin 2018



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33.(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordnatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)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.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOULET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine, Europe centrale

+33.(0)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.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Europe centrale, Turquie, Amérique latine

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



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 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'employé 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 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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change