

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

FRANCE

CROISSANCE ET PERSPECTIVES SOLIDES

Au cours des derniers mois, la solidité de la croissance française s'est confirmée. En outre, les perspectives immédiates restent bonnes.

Ce diagnostic s'appuie en particulier sur la poursuite de l'amélioration du climat des affaires entre juillet et septembre, commune à l'ensemble des enquêtes (INSEE, Banque de France, indices PMI de l'institut Markit¹). Toutes se situent à des niveaux élevés, confortablement en zone d'expansion (109 pour l'indice composite du climat des affaires de l'INSEE, 57,2 pour le PMI composite de Markit) et elles restent bien orientées. Par ailleurs, différents indicateurs mesurant les tensions sur l'appareil productif, comme le taux d'utilisation des capacités, les goulots de production ou encore les difficultés de recrutement des entreprises, sont revenus à leur moyenne de longue période, attestant aussi de la bonne dynamique conjoncturelle et suggérant même un écart de production déjà refermé.

Cet environnement favorable permet de relativiser le recul de l'indice de confiance des ménages, qui a perdu 7 points entre juillet et septembre, pour retomber à 101, tout juste au-dessus de sa moyenne 100 de référence. Cette baisse intervient après une très forte amélioration en mai et juin (+8 points) typiquement observée lors des scrutins présidentiels et s'apparente donc à une correction technique, à du bruit statistique plus qu'à un signal économique. Selon nous, le scénario le plus probable désormais est que la confiance des ménages reprenne le chemin de la hausse, soutenue par la progression de l'emploi et la baisse du taux de chômage. Au deuxième trimestre, l'emploi salarié privé a, en effet, encore augmenté de 0,4% t/t et le taux de chômage a enregistré une nouvelle petite baisse, de 0,1 point, à 9,5% de la population active.

Par ailleurs, si les dépenses de consommation des ménages en biens et la production indus-

trielle ont surpris assez nettement à la baisse en août, accusant, respectivement, un recul de -0,4% et -0,3% m/m, leur solide progression de juillet (+0,7% et +0,8% m/m, respectivement) leur permet de conserver un acquis de croissance positif pour le troisième trimestre.

Dans ce contexte, notre modèle d'estimation de la croissance basé sur les données mensuelles d'activité évalue à 0,6% t/t la croissance du troisième trimestre. Au regard de ces résultats, notre prévision basée sur les composantes du PIB, de 0,5% t/t, est assortie d'un léger risque à la hausse. Il en va de même des prévisions de l'INSEE et de la Banque de France, qui tablent également sur 0,5% t/t.

Selon nos prévisions, la croissance maintiendrait ce rythme de 0,5% t/t au quatrième trimestre 2017, l'amenant à 1,7% en moyenne sur l'année. Avec un profil trimestriel similaire, l'INSEE arrive à 1,8%. La révision en hausse de 0,2 point de sa prévision par rapport à celle de juin est notable. Elle confirme l'amélioration de la situation de l'économie française, grâce à la meilleure tenue, observée et anticipée, de l'investissement des entreprises et des ménages (+4,1% attendu en 2017 après +3,4% en 2016 et +5% après +2,4%, respectivement, d'après nos prévisions, proches de celles de l'INSEE). Dans ce contexte favorable, le fléchissement de la consommation des ménages (hausse attendue de 1,1% après +2,1% en 2016) interpelle mais il est trompeur. D'une part, il porte la trace du contrecoup des divers facteurs ponctuels qui ont fait bondir la consommation au premier trimestre 2016, biaisant à la hausse l'ensemble de l'année. D'autre part, le ralentissement marqué de la consommation des ménages masque un ralentissement très limité de leur pouvoir d'achat (+1,6% après +1,8%), le dynamisme de l'emploi et les hausses de salaires par tête absorbant une bonne part de l'inflation un peu plus éle-

vée (1% après 0,2%). Enfin, ce que la croissance perd avec la contribution moins positive de la consommation des ménages, elle le récupère avec une contribution du commerce extérieur moins négative (-0,4 point après -0,8 point), grâce au rebond des exportations (+3,1% après +1,9%).

Notre prévision de croissance pour 2018 est identique à celle de 2017 mais sa composition diffère. La consommation des ménages devrait rebondir pour progresser plus en ligne avec leur pouvoir d'achat (hausse proche de 2%). **Le dynamisme de l'investissement des entreprises devrait se maintenir** (+3,8%) tandis que celui des ménages perdrait un peu de vitesse (+3,6%). La consommation publique reprendrait le chemin du ralentissement (+1,1% après +1,3%). La demande intérieure finale contribuerait à hauteur de +2 points à la croissance, après +1,7 point en 2017. Les exportations accélèreraient encore (+3,6%) mais pas les importations (+4% environ comme en 2017), ce qui réduirait de nouveau la contribution négative du commerce extérieur (-0,2 point). Ces évolutions positives seraient contrebalancées par la contribution des variations de stocks, qui, par le seul jeu des effets d'acquis, passerait de +0,4 point en 2017 à -0,1 point en 2018.

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@bnpparibas.com

Recherche économique Groupe, BNP Paribas

1 - Les indices PMI (pour « Purchasing Managers Index ») sont élaborés par l'institut Markit à partir d'enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat des entreprises des différents secteurs économiques. L'indice composite est élaboré comme la moyenne pondérée des soldes portant sur l'activité récente dans ces secteurs.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Financement des entreprises: le crédit bancaire au beau fixe

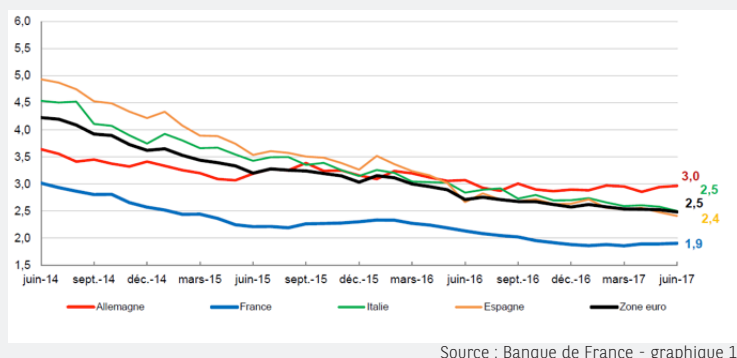
Les dernières statistiques publiées par la Banque de France¹ confirment la poursuite de la progression depuis 2007 des crédits octroyés par les banques à l'économie française. A fin septembre 2017, l'encours de crédits aux ménages et aux entreprises s'élevait en effet à 2 243 milliards d'euros, soit une hausse de 5,6 % sur un an et 40 % depuis 2007.

940 milliards d'euros de crédits aux entreprises

S'agissant spécifiquement des entreprises, les encours atteignaient 926,1 milliards d'euros fin août, en augmentation de 4,9 % sur un an. Cette progression concernait toutes les catégories d'entreprises - PME (+2,5 %), ETI (+5,7 %) et grandes entreprises (+5 %) - et la majorité des secteurs économiques. Elle s'élevait ainsi sur un an à 9,1 % dans l'industrie, à 4,7 % dans le commerce et à 4,8 % dans les services aux entreprises. Les TPE ne sont pas en reste, avec un encours de crédits s'établissant à 251,3 milliards d'euros à fin juin 2017, soit une augmentation de +4,2 % sur un an. A fin août, pour l'ensemble des entreprises, la **production de nouveaux crédits** était en moyenne de 26 milliards d'euros chaque mois depuis le début de l'année (contre 22 milliards mensuels en 2016 et 20 milliards en 2015).

Les données de la Banque de France montrent par ailleurs que les conditions de ces crédits restent extrêmement favorables pour les entreprises, avec des taux d'intérêt moyens des crédits nouveaux en baisse sur un an pour les prêts de montant unitaire supérieur à 1 million d'euros (1,38 % en septembre 2017, contre 1,48 % en septembre 2016), tout comme les taux moyens pour les montants inférieurs à 1 million, sur la même période (1,75 % en septembre 2017 contre 1,80 % en septembre 2016). Le graphique ci-dessous montre également les conditions très favorables dont bénéficient les TPE en France, pour les crédits inférieurs à 250 000 euros, notamment par comparaison à d'autres Etats membres de l'UE et par rapport à la moyenne de la zone euro.

TPE : TAUX DES CRÉDITS NOUVEAUX D'UN MONTANT UNITAIRE INFÉRIEUR À 250 000 EUROS (EN %)



L'accès des PME et des TPE aux crédits de trésorerie reste aisé

Autre constat très positif, l'accès au crédit des PME (10 à 249 salariés) et TPE (0 à 9 salariés) reste élevé non seulement pour l'investissement mais aussi pour la trésorerie, en dépit d'une légère volatilité trimestrielle (cf. graphique 2).

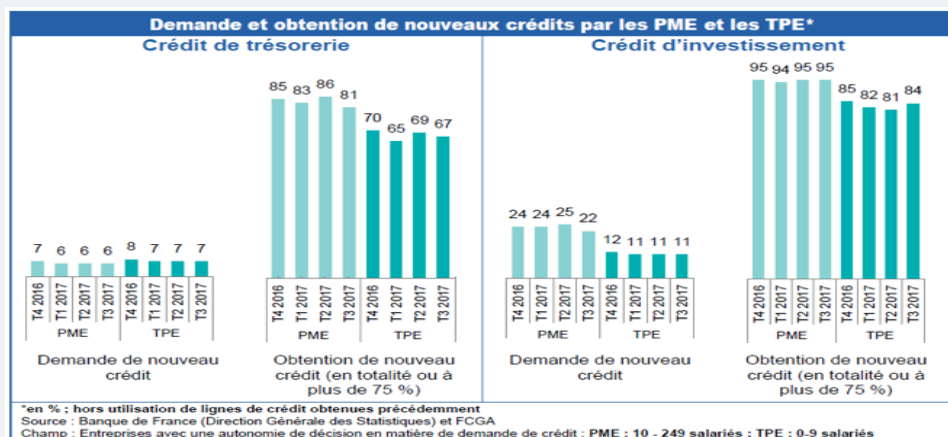
Ainsi, pour les PME, dans un contexte de demande de crédits stable, l'accès au crédit de trésorerie reste très satisfaisant puisqu'au 3ème trimestre 2017, 81 % des PME obtiennent en totalité ou en grande partie les financements souhaités, contre 83 % il y a un an, au 3ème trimestre 2016, tout comme l'obtention de crédit d'investissement, sachant que 95 % des PME obtiennent, en totalité ou à plus de 75 %, les financements souhaités, contre 93 % au 3ème trimestre 2016.

En ce qui concerne les TPE, alors que la demande de crédits est également stable, là encore l'accès élevé au crédit de trésorerie se maintient : 67 % des TPE ont obtenu en totalité ou en grande partie les crédits demandés, contre 63 % au 3ème trimestre 2017. L'obtention de crédits d'investissement progresse même puisque 84 % des TPE obtiennent (en totalité ou à plus de 75 %) les crédits souhaités, contre 82 % sur la même période en 2016, un taux extrêmement satisfaisant.

L'autocensure des entreprises en matière de demande de crédits est signalée par moins de 2 % d'entre elles

Un point important, relevé par la Banque de France, est que ces taux élevés d'obtention des crédits n'est pas le résultat d'une autocensure de PME ou TPE qui s'abstiendraient de faire une demande en anticipant un refus des banques. L'autocensure est en effet signalée par moins de 2 % des entreprises. En réalité, que ce soit pour les TPE ou les PME, l'absence de demande de crédit résulte principalement de l'absence de besoin. Les taux élevés de réponses positives constatés par notre banque centrale montrent ainsi que les besoins de crédit des PME et TPE sont pour l'essentiel satisfaits par les banques.

Du côté des ETI (250 à 4999 salariés), le



Source : Banque de France, 18 octobre 2017 - graphique 2



taux d'obtention (en totalité ou à plus de 75 %) des crédits de trésorerie progresse légèrement à 92 %, contre 90 % au trimestre précédent, tout comme celui des crédits d'équipement, qui est de 96%, contre 91 % précédemment.

La part globale du financement par les marchés augmente, du fait des grandes entreprises et des ETI

Les données publiées par la Banque de France confirment également la poursuite

du processus de désintermédiation bancaire voulue par les régulateurs, avec une **progression du financement des entreprises par les marchés**. A fin juillet 2017, les marchés couvrent 39% du financement des entreprises (+9,8% sur un an) contre 61 % pour les crédits bancaires, alors qu'en 2009 ils pourvoient 31% du financement contre 69% pour les crédits. Il est cependant établi que cette progression du rôle des marchés est le fait des grandes entreprises et des ETI, alors que le financement

des TPE et les PME passe toujours quasi-exclusivement par le crédit bancaire. Autant d'éléments qui montrent l'importance de celui-ci pour le fonctionnement de l'économie française, malgré la désintermédiation bancaire en cours.

Hubert d'ETIGNY

hubert.detigny@bnpparibas.com

Affaires publiques France, BNP Paribas

1 - Banque de France, « stat info », juil. et oct. 2017, et « crédits par taille d'entreprises », nov. 2017

ZONE EURO

Accompagner la reprise

La croissance économique en zone euro se poursuit à un rythme soutenu (en glissement annuel elle atteignait 2,3% au T2 2017) significativement supérieur à ce qui est considéré comme son rythme potentiel par les principales institutions internationales (autour de 1%). Cela signifie que l'économie européenne continue d'absorber ses capacités de production excédentaires, autrement dit de rattraper le terrain perdu pendant la crise.

La croissance est tirée par une demande intérieure robuste, garantissant une certaine résistance en cas de chocs extérieurs. De fait, la remontée des prix de l'énergie au début de l'année n'a pas empêché l'accélération de la croissance : les créations d'emplois et la baisse du taux d'épargne des ménages ont permis de compenser l'érosion du pouvoir d'achat.

L'économie européenne devrait être en mesure d'encaisser l'appréciation de l'euro de ces derniers mois¹ - d'autant plus que celle-ci est en partie endogène (elle résulte de l'amélioration conjoncturelle). Elle devrait également continuer de profiter de conditions monétaires accommodantes. Même si la BCE s'apprête à recalibrer son soutien, la politique monétaire sera probablement ajustée de fa-

çon très progressive, restant expansive tant que le mouvement de convergence de

de stimulation monétaire. Cela suppose une croissance plus rapide des salaires, jusqu'ici l'ingrédient manquant pour que la banque centrale s'engage résolument sur la voie de la normalisation monétaire (voir graphique 1).

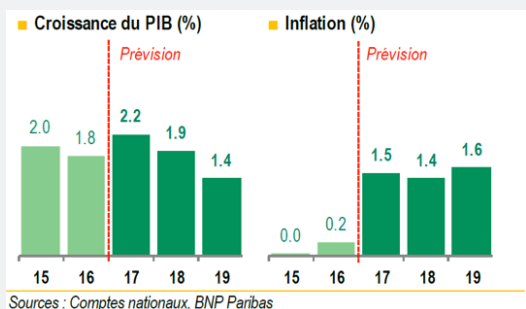
Les modifications à venir du programme d'assouplissement quantitatif (QE) devraient donc s'apparenter à un recalibrage du soutien monétaire, non à un changement d'orientation. Celle-ci s'apprécie en effet au regard de l'évolution de la conjoncture. De ce point de vue, une politique monétaire inchangée, alors que la situation s'améliore, équivaut à un assouplissement. En réduisant le volume d'achats mensuels à partir de janvier 2018, la BCE cherchera à adapter son soutien à la nouvelle donne (ce qu'elle appelle « accompagner la reprise ») comme elle l'avait fait en mars 2017 en réduisant le volume d'achats mensuels du QE de EUR 80 mds à EUR 60 mds. Cela pourrait se traduire par une remontée légère des taux réels, ce qui resterait néanmoins compatible avec une stimulation monétaire.

Thibault MERCIER

thibault.mercier@bnpparibas.com

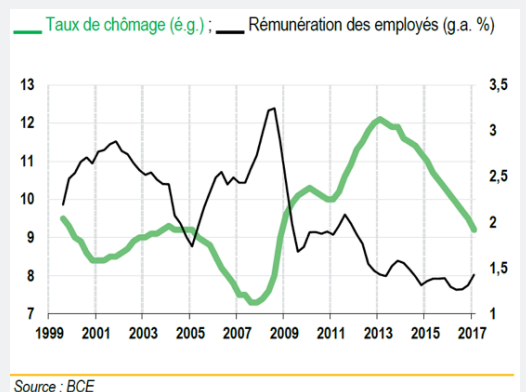
Recherche économique Groupe, BNP Paribas

CROISSANCE ET INFLATION EN ZONE EURO



CHÔMAGE VS SALAIRES

Graphique 1 (g.a. : glissement annuel / é.g. : échelle gauche)



l'inflation vers 2% ne sera pas « auto-entretenu » c'est-à-dire, pour reprendre les mots de Mario Draghi, valable en l'absence



ALLEMAGNE

Tensions politiques ... et salariales

L'économie allemande a poursuivi sa forte expansion en 2017. Au troisième trimestre, le PIB était en hausse de 2,3% par rapport à l'année précédente, soit une progression bien supérieure à la croissance potentielle, estimée à 1,3%. Pour l'année 2017 dans son ensemble, la croissance pourrait remonter à environ 2,2%. Conséquence, le chômage a encore reculé, pour atteindre 3,6 % en septembre, taux le plus bas de la zone euro. Dans l'industrie, l'utilisation des capacités s'établissait à 87,2 % début octobre, un plus-haut depuis la mi-2008.

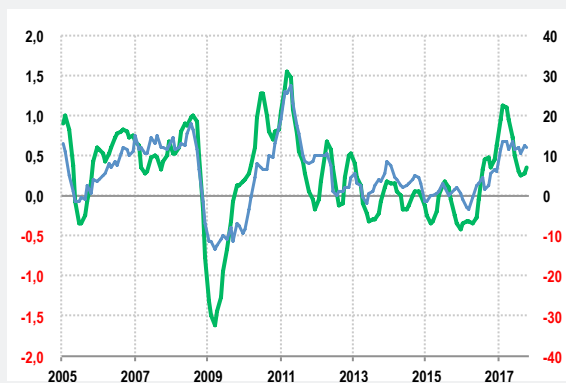
Le redressement est général. La consommation privée a progressé de 2,1 % au troisième trimestre 2017 en glissement annuel, contribuant ainsi d'un point de pourcentage à la croissance du PIB. Elle a bénéficié de la nette augmentation du revenu disponible réel et de l'emploi. De plus, l'investissement a été particulièrement dynamique grâce au rebond notable de la construction. Enfin, les exportations de produits et services ont grimpé de 4,5 % par rapport à l'année précédente. Cependant, comme l'accroissement de la demande intérieure a stimulé les importations, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance du PIB a été quasiment nulle.

La croissance économique étant supérieure au potentiel, l'inflation évolue également à la hausse. Entre août et octobre, les prix à la consommation (indice harmonisé) ont augmenté de 1,7 % en moyenne par rapport à l'année précédente. La hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires n'y est certainement pas étrangère. Mais l'inflation sous-jacente est également sur une tendance à la hausse, s'établissant à 1,4 % pendant cette période contre 1 % au premier trimestre. De plus, l'orientation très accommodante de la politique monétaire a fait grimper les prix des actifs immobiliers et financiers. Aux trois premiers trimestres de 2017, le prix du logement a augmenté de 5,6 % par rapport à la même période l'année précédente et le DAX30 (l'équivalent allemand du CAC40) s'est même apprécié de plus de 20 %.

D'après les indicateurs conjoncturels, la dynamique actuelle ne devrait pas se démentir dans les prochains mois. En novembre, l'indice IFO (indice allemand du climat des affaires) a atteint 117,5, un niveau record. Il semble que les élections législatives du 24 septembre et les incertitudes politiques

DES PRESSIONS INFLATIONNISTES CROISSANTES

(g.a. : glissement annuel / é.d. : échelle droite)



qui ont suivi au plan national n'aient guère ébranlé la confiance des entreprises.

Négociations ardues en perspective après les élections

À l'issue du scrutin de septembre et après une campagne assez terne, le paysage politique est plus fragmenté. Comme prévu, la CDU/CSU (chrétiens-démocrates), formation de la chancelière Merkel, a remporté le plus grand nombre de suffrages tout en perdant 8,6 % des voix par rapport aux élections de 2013. Quant à son partenaire de la coalition, le SPD (sociaux-démocrates), il a fini second mais en obtenant le plus mauvais résultat de l'après-guerre (20,5 %). En revanche, le parti AfD (droite populiste) est entré au Bundestag avec 12,6 % des voix, ce qui en fait la troisième formation du pays. C'était la première fois qu'un parti de la droite populiste parvenait à franchir le seuil électoral des 5 % depuis son introduction au début des années 1960. De plus, le FDP (libéraux) a cette fois dépassé la barre des 5 % se classant ainsi à la quatrième place. La part de Die Linke (gauche radicale) et celle de Die Grüne (verts) sont restées quasiment inchangées à 9,2 % et 8,8 %, respectivement.

Principale force politique, la CDU/CSU cherche à former une alliance pour obtenir la majorité au Bundestag. Une première tentative de former une « coalition Jamaïque » entre la CDU/CSU, le FDP et les Verts, a échoué, principalement pour des questions d'immigration et d'environnement. Une prolongation de la Grande coalition permettait une sortie de l'impasse actuelle. Cependant, cette option n'est pas évidente, le SPD préférant les bancs de l'opposition suite à sa défaite électorale cuisante. De nouvelles élections ne devraient pas aboutir à des ré-

sultats très différents, le pays pourrait se diriger vers un gouvernement minoritaire. Une telle situation ne s'est jamais produite dans la République fédérale. Le pays entre dans une zone de turbulences politiques, dont les effets devraient se faire sentir jusqu'au sein de l'Union européenne.

Des signes de surchauffe apparaissent

Dans ce contexte politique tendu, la croissance économique devrait, selon les prévisions, s'établir aux environs de 2 % en 2018, à la faveur d'une demande intérieure et extérieure robuste. Des accords salariaux plus généreux et les bonnes perspectives économiques devraient stimuler la consommation des ménages.

L'investissement devrait, dans un premier temps, rester soutenu, l'utilisation des capacités ayant atteint des niveaux records. De plus, le secteur de la construction continue de bénéficier de conditions financières favorables et d'une demande de logements forte. Quant aux exportations, elles seront stimulées par la reprise en cours dans la zone euro et en Europe centrale et orientale.

Le marché du travail ne cesse cependant de se tendre alors que le chômage poursuit son déclin. Résultat, les syndicats ont déjà revu à la hausse leurs revendications salariales dans la perspective des prochains accords collectifs. Le syndicat IG Metall réclame une revalorisation salariale de 6 % ainsi que le droit à une réduction du temps de travail.

Des augmentations salariales plus généreuses risquent d'affecter la compétitivité des entreprises et de réduire les marges bénéficiaires. Elles pourraient être tentées de délocaliser certaines de leurs activités. À court terme, ces évolutions peuvent freiner les dépenses en capital et les exportations. La contribution nette du commerce extérieur à la croissance du PIB devrait baisser et participer ainsi à la réduction de l'excédent des paiements courants, aujourd'hui très élevé, à 7,8 % du PIB sur 12 mois à fin août 2017. De plus, la hausse des revendications salariales va également faire grimper les prix à la consommation et l'inflation sous-jacente devrait ainsi avoisiner les 2 % dans les prochains trimestres.

Raymond VAN DER PUTTEN

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Recherche économique Groupe,
BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change