

Economie

Focus France

N° 2019 – 09

France : de "vrais" emplois pour soutenir la croissance

Lundi 02 Septembre 2019

Bruno Cavalier - Chef Economiste

bruno.cavalier@oddo-bhf.com

+33 (0)1 44 51 81 35

<https://www.oddosecurities.com>

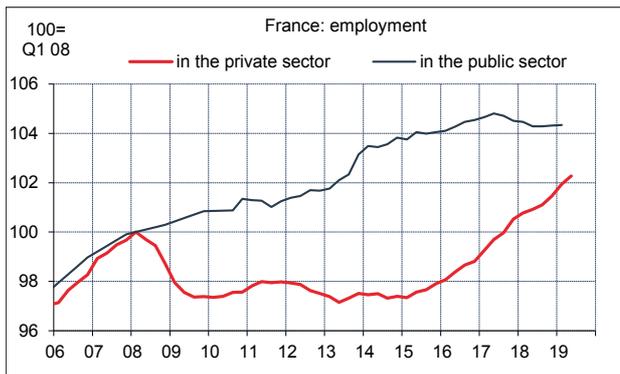
La croissance de l'économie française à la mi-année (+0.3% t/t au T2) n'a rien de vraiment excitant dans l'absolu, mais comparée à celle des pays voisins, elle a de quoi faire des envieux. Sur la même période, le PIB réel a baissé en Allemagne (-0.1%), en Italie (-0.1%) et au Royaume-Uni (-0.2%) – trois grands pays qui, de surcroît, présentent bien des fragilités à court terme. En France, la résistance de la demande tient beaucoup à l'amélioration du marché du travail. Les créations d'emploi du secteur privé ne faiblissent pas, les intentions d'embauche restent élevées et, par suite, les ménages se montrent moins inquiets du chômage.

Le focus de la quinzaine

"Dans la lutte contre le chômage, on a tout essayé"... C'est ainsi qu'il y a plus de vingt-cinq ans, un président de la République exprimait son impuissance ou sa résignation devant le problème du chômage, vu comme une sorte de fatalité. À l'époque, en 1993, le taux de chômage venait d'établir un nouveau record à plus de 10% de la population active. "Avoir tout essayé" signifiait, en général, pour le gouvernement d'avoir construit un système d'emplois subventionnés pour réduire le nombre de chômeurs, si possible avant les élections. Bien entendu, ce genre de systèmes n'a pas d'effet durable, est coûteux et risque de créer des trappes à chômeurs. Pour réduire le chômage de masse, mieux vaut attaquer le mal à sa racine, c'est-à-dire revoir le fonctionnement du marché du travail (protection de l'emploi, coût du travail) et la formation de la main-d'œuvre. Des cas aussi différents que le Royaume-Uni ou l'Allemagne montrent en tout cas que rétablir le plein-emploi est chose possible.

La réforme Pénicaud de 2017, s'inscrivant dans le prolongement de la réforme El Khomri de 2016, a modifié le code du travail dans ce but. Ces réformes ont été passées à un moment où, de surcroît, l'économie sortait de la torpeur où l'avaient plongé la Grande récession de 2007-09 et la rechute de 2011-2012. Que la cause en soit cyclique ou structurelle, peu importe, le fait est que le chômage se replie depuis quatre ans. Le pic était à 10.5% en 2015, on était à 8.5% au T2 2019, et la tendance reste baissière. Sur cette période, le rebond de l'emploi a été tiré par le seul secteur privé, qui représente les trois quarts de l'emploi salarié, alors que l'emploi public était presque stagnant (graphe de gauche). On note aussi une nette reprise des embauches en contrats "longs" (graphe de droite). L'intérim a baissé tout au long de 2018, jouant son rôle de variable d'ajustement lors d'un ralentissement, mais paraît à peu près stabilisé au 1^{er} semestre 2019. Côté entreprises, le climat de l'emploi est en zone d'expansion. Côté ménages, les craintes de chômage sont à un bas niveau historique. Le plein-emploi reste un objectif lointain, mais il n'est pas déraisonnable dans les deux ans de revenir au précédent point bas du chômage qui était à 7-7.5% avant la crise.

France : créations d'emploi (secteur privé vs public)



Sources : INSEE, Dares, Oddo BHF Securities

France : recrutements en contrats longs



*permanent contracts (a.k.a. CDI) + fixed-term>1month

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



L'actualité économique de la quinzaine écoulée

- Selon les comptes nationaux définitifs du **T2 2019**, la croissance du PIB réel a été de 0.3% t/t (initial : +0.2% t/t), soit le même résultat qu'au T1 2019 et au H2 2018. La contribution de la demande intérieure finale – hors variations de stock et hors commerce extérieur – se renforce un peu à +0.4pt (vs +0.3pt au T1), du fait de l'accélération des dépenses d'investissement des ménages et des entreprises. Avec des informations plus complètes, l'INSEE a revu à la hausse l'investissement résidentiel sur plusieurs trimestres de sorte que l'acquis 2019 est désormais positif, alors qu'il y a trois mois, la tendance pointait vers la contraction. Les dépenses des entreprises restent orientées à la hausse, et là encore, à un rythme plus net qu'il y a trois mois. En somme, à la différence de bien d'autres pays européens, l'économie française ne montre pas d'affaiblissement de son rythme de croissance au cours des quelques derniers trimestres (il y a toutefois une modération par rapport à 2017).

	2018				2019			2015	2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	y/y%				carryover
Real GDP	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	-	1.0	1.0	2.4	1.7	1.1
- o/w Household consumption	0.2	-0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	-	1.4	1.6	1.6	0.9	0.9
- o/w Household investment	0.1	0.7	0.3	-0.2	0.1	0.8	-	-1.5	2.8	6.6	2.0	0.8
- o/w Business investment	0.0	1.2	1.5	0.9	0.6	0.9	-	3.1	2.7	5.0	3.9	2.9
Private employment	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.3	-	0.2	0.9	1.4	1.1	0.9
Business climate INSEE (level)	110	107	105	103	103	106	105	97	101	107	106	105
PMI-composite index (level)	57.7	55.4	54.4	52.3	49.2	51.3	52.3	51.3	50.9	57.1	55.0	51.5

- Les indices de climat des affaires sont restés favorablement orientés durant l'été. Depuis six mois, l'indice INSEE est pratiquement stable à un niveau élevé, 5% au-dessus de sa moyenne historique. Les indices PMI qui avaient nettement fléchi lors de la crise des "gilets jaunes" continuent, eux, de se reprendre. En **août**, l'indice du secteur manufacturier a rebondi à 51.1pt, et l'indice des services à 53.3pt, au plus haut depuis dix mois. Pour rappel, cet indice avait chuté à 47.8 en janvier. Rares sont les pays européens affichant un sentiment des entreprises meilleur qu'à la fin 2018.
- Du côté de ménages, la situation reste positive aussi. Le revenu disponible brut qui avait connu un fort emballement au T1 (+1% t/t) suite à la baisse des charges sur les heures supplémentaires et au versement de primes exceptionnelles s'est modéré au T2 (+0.3% t/t). Par suite, les dépenses de consommation ont un peu ralenti, mais les dépenses en biens (+0.4% m/m) en **juillet** pointent vers une ré-accélération au T3. En **août**, l'enquête de confiance des consommateurs s'est améliorée une nouvelle fois, avec un indice INSEE qui pointe à 102pts ; il a rebondi de 16pts depuis fin 2018, faisant bien plus qu'effacer le choc "gilets jaunes". Les craintes de chômage et les craintes d'inflation à l'horizon d'un an sont bien inférieures aux standards historiques. Il en va de même pour la proportion des ménages estimant opportun de faire des achats importants. Le taux d'épargne, stimulé par les mesures de relance en début d'année, s'est replié au T2. A 14.9% vs 14% en moyenne ces cinq dernières années, il a encore des marges de baisse pour soutenir la consommation.

Les prochains rendez-vous

- En moyenne sur l'ensemble des enquêtes d'opinion disponibles, la cote de popularité du président Macron se situe à 33% au sortir de l'été, sans grand changement depuis trois mois. Par rapport au creux de décembre dernier (24%), le rétablissement est spectaculaire, mais c'est tout de même dix points plus bas qu'à la fin 2017. La crise des "gilets jaunes" a été un sérieux avertissement. Au plan social, les foyers d'incendie ne sont pas tous éteints, comme l'illustre la grève touchant depuis trois mois un grand nombre de services d'urgence des hôpitaux publics. Le président et le gouvernement sont attentifs à ne pas faire de nouveaux faux pas.
- La réforme des retraites, présentée comme le grand objectif de la deuxième moitié du mandat, est donc conduite avec la plus grande prudence. La première phase de consultation avait donné lieu à la publication du rapport Delevoye le **18 juillet**. Pour garantir la solvabilité du futur régime unifié de retraite à mettre en place en 2025, l'idée en vogue était alors d'établir d'un âge pivot à 64 ans, tout en gardant l'âge légal de 62 ans. Le **26 août**, à la surprise générale, le président Macron a enterré cette option qui avait l'inconvénient d'être rejetée par tous les syndicats. Le gouvernement pencherait plutôt vers un allongement de la durée de cotisation nécessaire pour obtenir une retraite à taux plein. Une nouvelle phase de consultation va démarrer dans les prochains jours, et il est probable que Jean-Paul Delevoye, l'auteur du rapport cité, entrera au gouvernement afin de pouvoir être le défenseur de la réforme devant l'Assemblée et l'opinion publique. La date de présentation du projet de loi n'a toujours pas été officialisée. On a parlé de la **fin 2019**, mais ce pourrait être plus tard, après les élections municipales de **mars 2020**.



Annexe graphique : climat des affaires, confiance, ménages

Indices de confiance

Index	Current			Expansion	Recession*	
	Aug	July	June		2008-09	1992-93
PMI manufacturing	51.1	49.7	51.9	52.0	42.6	-
PMI services (output)	53.3	52.6	52.9	55.2	46.8	-
PMI composite (output)	52.7	51.9	52.7	54.5	44.9	-
INSEE manufacturing	102	101	102	102	84	81
INSEE services	105	105	107	101	84	84
INSEE construction	111	111	111	103	103	85
INSEE retail sector	101	105	104	101	86	86
INSEE wholesale sector	106	106	106	101	85	87
INSEE consumer conf.	102	102	101	101	84	101
BdF manufacturing	-	95	95	103	79	86
BdF services	-	100	100	101	91	83

*from Q2 2008 to Q2 2009; and from Q2 1992 to Q2 1993

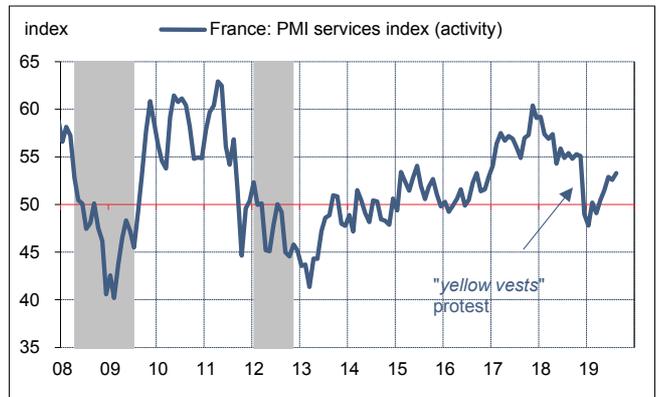
Climat des affaires



Enquête PMI du secteur manufacturier



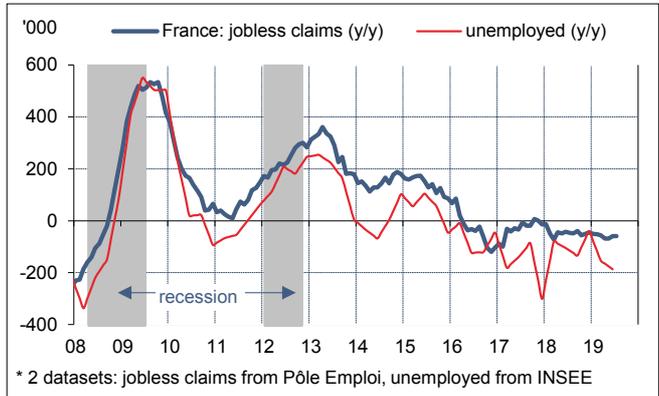
Enquête PMI du secteur des services



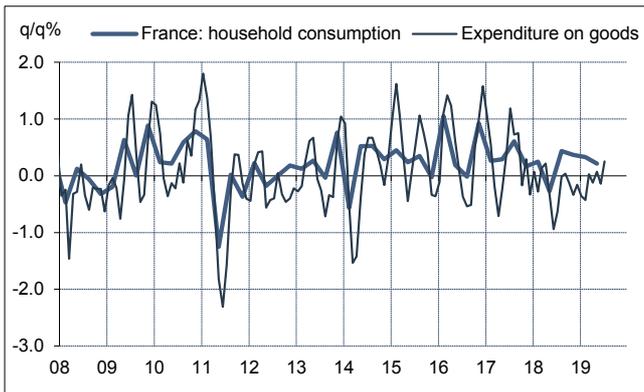
Confiance des ménages



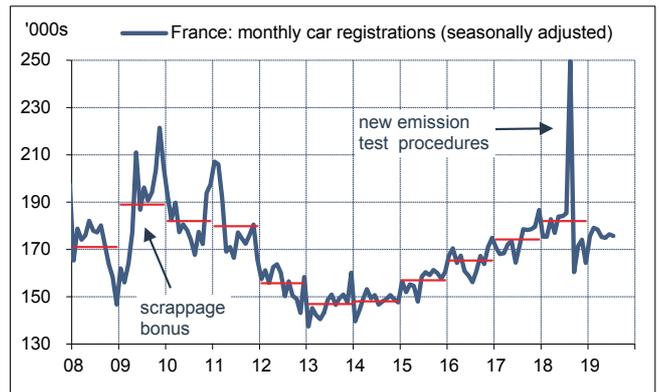
Nombre de demandeurs d'emploi



Dépenses des ménages



Ventes de véhicules

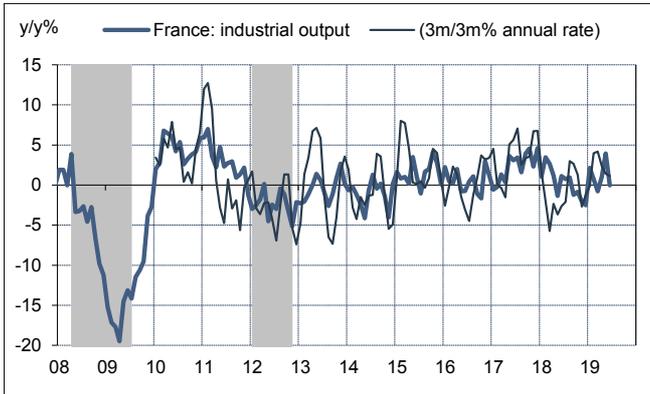


Sources : Thomson Reuters, Markit, Odfo BHF Securities

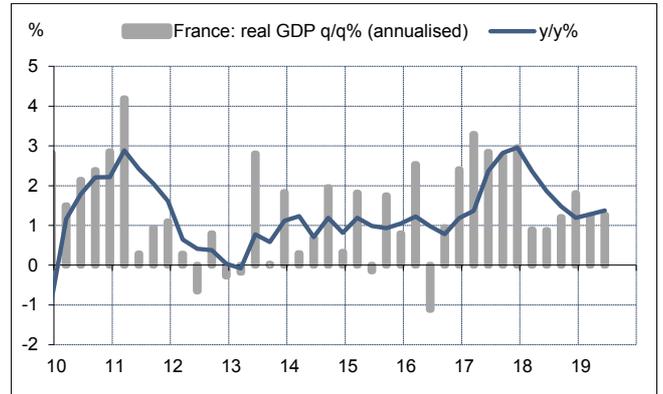


Annexe graphique : activité, inflation, crédit, finances

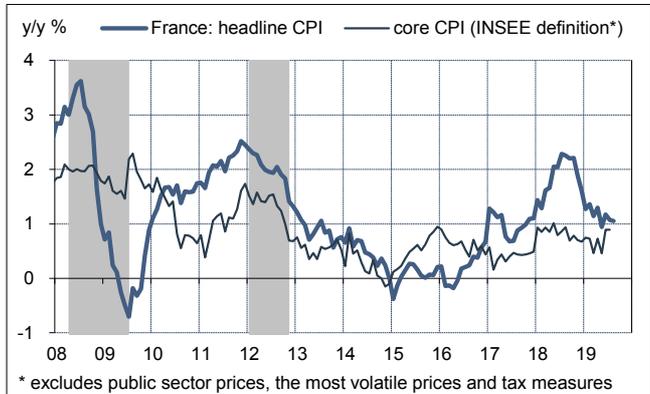
Production industrielle



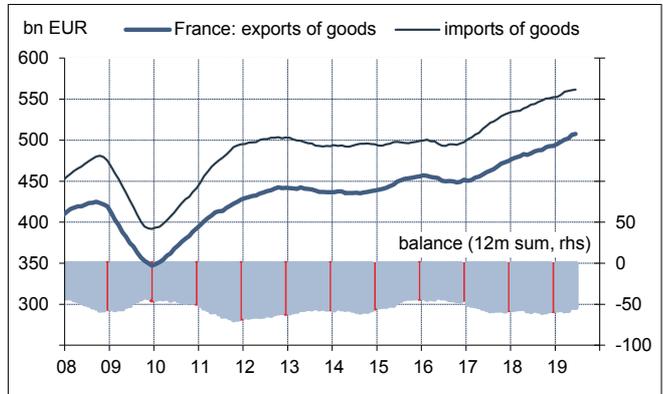
PIB réel



Inflation totale et sous-jacente



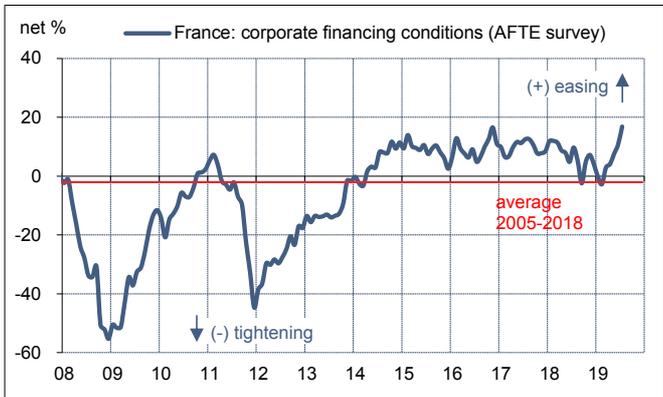
Commerce de marchandises



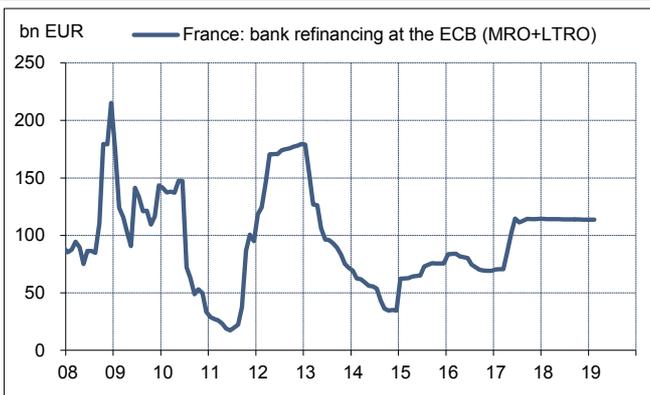
Crédit au secteur privé



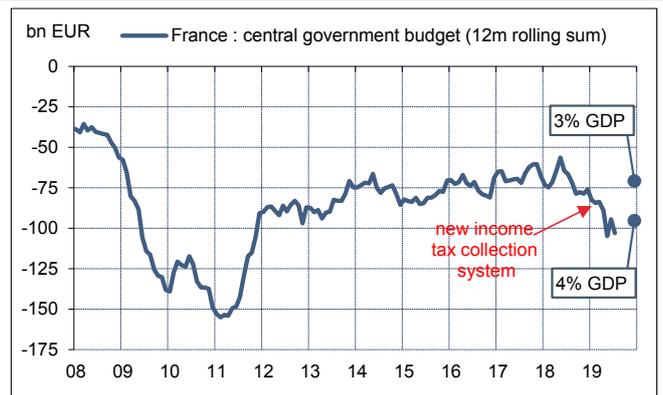
Conditions de crédit aux entreprises



Refinancement bancaire à la BCE



Budget de l'Etat



Sources : Thomson Reuters, AFTE, Odfo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.