



# FRANCE: LES 10 POINTS CLÉS D'UNE RENTRÉE CHARGÉE

[www.eulerhermes.fr](http://www.eulerhermes.fr)

# SOMMAIRE

ÉTUDES ÉCONOMIQUES EULER HERMES

LE BULLETIN ÉCONOMIQUE

N° 1249 | SEPTEMBRE 2018

Les dossiers

## LE BULLETIN ÉCONOMIQUE D'EULER HERMES

GROUP est publié mensuellement par la Direction des Études économiques d'Euler Hermes Group. Il est destiné aux clients d'Euler Hermes Group, mais est aussi disponible sur abonnement pour des entreprises ou organismes extérieurs. Reproduction autorisée sous réserve de mention de la source.

Se renseigner auprès de la Direction des Études économiques.

### DIRECTEUR DE LA PUBLICATION ET CHEF

ÉCONOMISTE: Ludovic Subran

### ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES ET RISQUES

PAYS: Alexis Garatti (Responsable), Ana Boata, Stéphane Colliac, Georges Dib, Mahamoud Islam, Dan North, Manfred Stamer (Économistes pays)

### ÉTUDES SECTORIELLES ET DÉFAILLANCES

D'ENTREPRISES: Maxime Lemerle (Responsable), Catharina Hillenbrand-Saponar, Marc Livinec, Sergey Zuev (Conseillers sectoriels)

SUPPORT: Lauren Chester, François de Panisse Passis, Dorra Sellami (Assistants de recherche)

ÉDITION: Martine Benhadj

CONCEPTION GRAPHIQUE: Claire Mabilbe

PHOTO CRÉDIT: Pixabay (public domain under Creative Commons CC0)

POUR TOUS RENSEIGNEMENTS: Direction des Études économiques 1, place des Saisons 92 048 Paris La Défense CEDEX – Tél.: +33 (0) 1 84 11 50 46 – Courriel: [research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com) > Euler Hermes Group – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 13 645 323,00 €, RCS Nanterre 552 040 594

IMPRESSION: Printcorp – Dépôt légal septembre 2018; issn 1 162 – 2 881  
Achévé de rédiger le 6 septembre 2018

## 3 ÉDITORIAL

### 4 FRANCE

Les 10 points clés d'une rentrée chargée

### 6 CONFIANCE

Sœur Anne, ne vois-tu rien (re)venir ?

### 7 CROISSANCE

On est en droit d'espérer mieux qu'au 1<sup>er</sup> semestre

### 8 MARGES DES ENTREPRISES

Le coup de pompe du pétrole

### 9 IMPÔTS

A quand la baisse ?

### 10 POUVOIR D'ACHAT

Dis, quand reviendras-tu ?

### 11 L'INVESTISSEMENT PUBLIC

Parti pour rester ?

### 12 UN NOUVEL ELAN POUR LA CONSTRUCTION ?

### 13 AUTOMOBILE

Vous reprendrez bien un salon !

### 14 UNE SÉCURITÉ SOCIALE PLUS FRUGALE ?

Le long terme nous le dira

### 15 ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

Quoi de neuf ?

## 16 RETROUVEZ-NOUS SUR LE WEB MON ESPACE EH, VOTRE SITE DÉDIÉ



# LES PÉRILS DU NOUVEAU MONDE

ÉDITORIAL

Ludovic Subran

*« Je pense que Trump pourrait être un de ces personnages qui apparaissent dans l'histoire de temps à autre afin de marquer la fin d'une période et forcer à réviser les idées préconçues. Cela ne veut pas forcément dire qu'il le fait sciemment ou qu'il a un plan articulé en la matière. Il peut juste faire ça par accident. »*

Quand Henry Kissinger, le grand diplomate américain de 95 ans, prononce ces mots, cela ne peut que poser question. Et si ce que l'on pensait être seulement 4 années de pause dans la tradition américaine de s'intéresser au monde, en tant que puissance dominante, devenait le début d'un isolationnisme durable ? Et si les États-Unis continuaient à se désengager d'une offre de biens publics vitaux pour le monde, ainsi que de la définition de règles du jeu harmonieuses ?

Près de 30 ans après que le Consensus de Washington soit devenu une norme de la politique économique dans le monde et 10 ans après la crise financière globale, il semble que quelque chose de nouveau se structure. Les normes de politique internationale (et le sens commun ?) ont été remises en causes tweet après tweet. Il y a six mois, les avantages du libre-échange et la guerre commerciale qui s'est ensuivie ; il y a cinq mois, cela a été autour des bienfaits de la régulation financière. On ne parle pas de la neutralité d'internet, des attaques contre la presse, des menaces de quitter diverses plateformes globales, notamment celles ayant trait à la sécurité et à la défense. Quoi de neuf ?

Il y a quelques semaines, c'est même l'indépendance de la banque centrale américaine (la sacro-sainte Fed) qui a été écornée en paroles.

Mais où (cela) s'arrêtera-t-il ? C'est difficile à dire, quand des réactions en chaîne apparaissent. Les électrons libres et les nouveaux cow-boys de la politique se multiplient plus vite que les nouvelles idées pour résoudre les problèmes du monde. La diplomatie a perdu au change. Le clientélisme conduit à des décisions qui défient le bon sens économique. Mais ce ne serait pas si grave si les risques ne s'accumulaient pas, et plus vite qu'on ne le croit. Il y a une plus forte vraisemblance pour que les erreurs du politique s'enchaînent, les mauvais résultats devenant un argument pour aller plus loin dans l'erreur. Le peu de cas fait du long terme, de l'innovation et de tout ce qui crée des liens intemporels entre les nations rendra les efforts de coordination ultérieurs plus difficiles lorsque la crise sera là.

Nous avons peut-être manqué une opportunité de réconcilier le libre-échange avec le plein-emploi, l'entrepreneuriat avec l'état providence, l'innovation avec la régulation ou la croissance avec l'équité. Les institutions internationales et les férus de global ont probablement sous-estimé à quel point il était urgent de parvenir à ces cohérences. Le Président Trump offre une alternative et un nouveau style, mais pour les États-Unis seulement. Quelqu'un est-il prêt à relever le flambeau au-delà de la frontière américaine ? Pas vraiment. Le modèle chinois n'est pas répliquable et l'Europe est une nouvelle fois engluée dans des problèmes internes. Retrouver la flamme et se remettre à cultiver nos biens communs à l'échelle du monde est essentiel. Il n'est pas trop tard, jamais.

Stéphane Colliac

# FRANCE: LES 10 POINTS CLÉS D'UNE RENTRÉE CHARGÉE







La torpeur de l'été est tombée à pic pour clore un semestre décevant en France, entre panne de croissance et interrogations multiples sur le pouvoir d'achat des ménages, le tassement du cycle immobilier ou le niveau des marges des entreprises.

Après une pause estivale bienvenue, il est temps de préparer la rentrée, voire l'année prochaine.

Euler Hermes livre les 10 points clés pour réussir une bonne rentrée des classes.

# CONFIANCE : SŒUR ANNE, NE VOIS-TU RIEN (RE)VENIR ?

→ Les entreprises françaises auraient bénéficié d'un surcroît de consommation de +2,7 Mds EUR en raison de la victoire en Coupe du monde.

→ Un surcroît à relativiser, puisqu'un jour de consommation des ménages représente près de 3,5 Mds EUR.

→ Au global, la consommation des ménages reste la grande absente de la croissance française. Un phénomène à relier à un moral qui ne cesse de rester en berne.

## CHAMPIONS DU MONDE DE FOOTBALL

La confiance est un élément autant fondé que subjectif. Les ménages ne peuvent pas être confiants quand ils voient leur pouvoir d'achat se contracter, comme au 1er semestre. Toutefois, dès lors que cette baisse se terminera, ils pourront également se remémorer les créations d'emploi qui ont bénéficié à certains d'entre eux depuis deux ans et remarquer que le chômage n'est plus au même niveau.

Au mois de juillet, nous calculions qu'une victoire en Coupe du monde pourrait engendrer une consommation additionnelle de +2,7 Mds EUR des ménages, soit un impact de +0,2pp sur la croissance de la consommation des ménages en 2018. Un impact à relativiser, sachant que c'est ce qu'a coûté aux ménages la hausse des taxes sur le gazole en début d'année 2018, et qu'une journée de consommation des ménages représente 3,5 Mds EUR. Surtout, au global la croissance de

la consommation des ménages devrait se limiter à +1 % en 2018 en termes réels. D'une part, une hausse de la consommation des +2,7 Mds EUR n'engendre un PIB additionnel de simplement de +2 Mds EUR, en raison du poids des importations (1/4 environ) dans la consommation supplémentaire. D'autre part, ce léger coup de pouce reste une goutte d'eau dans un contexte morose. Si certains secteurs ont pu bénéficier de cet effet Coupe du monde (restauration, habillement notamment), bien malin celui qui découvrirait un impact plus large, bénéficiant à des secteurs qui n'ont pas de lien avec des activités liées au football.

## CHAMPIONS D'EUROPE DE LA DÉPRIME

Au cœur de l'été, diverses statistiques ont été publiées. Elles confirment le pessimisme des Français, et en particulier des ménages français, ceux que l'on voudrait voir davantage consommer. La donnée du mois d'août, soit après la victoire en Coupe du monde, ne montre aucun soubresaut. La confiance des ménages reste embourbée en deçà de sa moyenne historique, un phénomène qui prévaut depuis la crise de 2008 et qui ne s'est interrompu que dans l'exubérance qui a suivi. Les ménages ont vu leur situation financière se dégrader depuis 6 mois, la faute à la hausse du pétrole, ainsi qu'à des hausses de taxes en début d'année (ga-

zole, CSG). À cela, vient désormais s'ajouter la crainte du chômage (l'indicateur de confiance des ménages afférent revient à un niveau qu'il n'avait plus connu depuis novembre 2016), alors qu'elle avait quasiment disparu. Au 1<sup>er</sup> semestre, les créations d'emplois n'ont été que de 77 000 dans le secteur privé (190 000 au 1<sup>er</sup> semestre 2017). Un sursaut à espérer ? Réponse dans les pages suivantes.



# 97

Niveau de confiance des ménages en août, en deçà de la moyenne historique de l'indicateur (100)

**GRAPHIQUE 1 : FRANCE, CONFIANCE DES MÉNAGES**  
100 correspond à la moyenne historique



Source : Euler Hermes

# CROISSANCE: ON EST EN DROIT D'ESPÉRER MIEUX QU'AU 1<sup>ER</sup> SEMESTRE

→ La croissance a été de +0,2 % au 2<sup>e</sup> trimestre, pas mieux qu'au 1<sup>er</sup> trimestre. Ce rythme est bien inférieur à celui de 2017 lorsque la croissance a été de près de +0,7 % par trimestre.

→ Pourquoi espérer mieux pour le 2<sup>e</sup> semestre ? Parce que les facteurs qui ont affecté le 1<sup>er</sup> semestre (réduction des stocks des entreprises, hausse surprise du pétrole) ne devraient plus être présents et que certains fondamentaux de la croissance sont restés (dont l'investissement des entreprises).

## UN 1<sup>ER</sup> SEMESTRE À OUBLIER

La France sort de deux trimestres de croissance famélique, à +0,2 % chacun, en retrait par rapport à une année 2017 faste, avec +0,7 % en moyenne par trimestre. La demande a pris un certain retard sur l'offre en fin d'année 2017, avec la consommation des ménages pour maillon faible. Quand 55 % d'une économie patine, c'est toute cette économie qui prend le risque du sur place.

Qu'est-ce qui a tant changé ? D'une croissance sans inflation, on est revenu à une croissance avec inflation (+2,3 % a/a en juillet 2018). La remontée décisive du cours du pétrole n'y est pas étrangère, de près de 50 \$/bl à la fin de l'été 2017 au plus haut de 80 \$/bl enregistré au mois de mai 2018.

Négatif pour les marges des entreprises, ainsi que pour le pouvoir d'achat des ménages. Et comme toute l'Europe a subi le choc de la remontée du prix du pétrole, les exportations françaises ont marqué le pas également (-0,2 % cumulés seulement sur le 1<sup>er</sup> semestre, après une hausse de +4,7 % en 2017).

## LES RACINES DU MAL NE SONT PAS (SI) PROFONDES

L'inflation a amputé les revenus de certains et le pouvoir d'achat des autres. Toutefois, considérant une hausse du pétrole qui n'est pas durable (l'offre de pétrole devrait continuer d'augmenter et tirer le

prix vers le bas) et une inflation qui devrait donc refluer, l'économie française devrait en revenir à de plus sains fondamentaux.

Le meilleur témoin de la capacité de la France à croître est la hausse plus rapide que prévu de l'investissement des entreprises au 2<sup>e</sup> trimestre (+1,3 %). Et cette fois les entreprises ont choisi de reprendre leur investissement en capacités, une embellie après un 1<sup>er</sup> trimestre où seul l'investissement dans le digital s'était poursuivi.

## LA CONJONCTURE À L'AUNE DE L'ANTIENNE DE LA CROISSANCE POTENTIELLE

La France ne pouvait pas croître au-delà de 1 % par an tant que son taux de chômage se maintenait à 10 % de la population active et que l'investissement restait le même qu'avant crise. Or, depuis fin 2016 la France progresse à nouveau dans ces deux domaines.

La nouvelle économie a redistribué les cartes, puisque le digital a entraîné directement et par effets induits la moitié des 350 000 créations d'emploi de 2017, ainsi que la moitié des +4,4 % de croissance en volume de l'investissement des entreprises l'année dernière (voir « Investissement : les entreprises françaises se prêtent au jeu du digital » dans le bulletin n° 1245-1246 de Mai-Juin 2018).

De tels changements ont permis un rebond de la croissance potentielle du pays



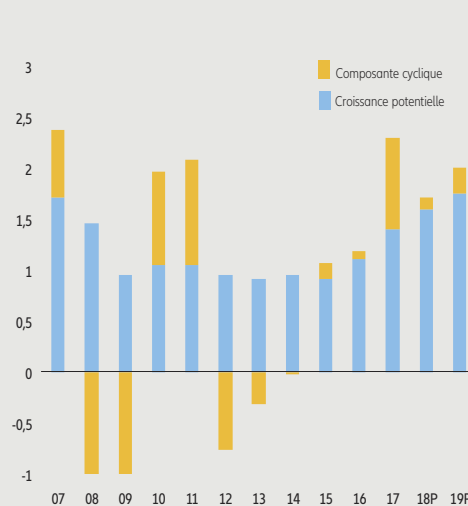
# 1,3 %

Croissance de l'investissement des entreprises au 2<sup>e</sup> trimestre

(la croissance qui peut être générée avec la main-d'œuvre et le capital disponible, sans nécessiter d'augmentation trop forte de la rémunération de ces deux facteurs de production).

Selon nos estimations, cette croissance potentielle était de +1,1 % en 2016. Avec les créations d'emploi et l'investissement advenus depuis, elle atteindrait désormais de +1,6 % en 2018. Si notre prévision de croissance de +1,7 % pour cette année est à peine supérieure à ce chiffre, c'est bien que la conjoncture est peu dynamique, mais on ne peut occulter cette amélioration du potentiel de croissance.

GRAPHIQUE 2 : CROISSANCE FRANÇAISE, DÉCOMPOSITION ENTRE LA CROISSANCE POTENTIELLE ET LA COMPOSANTE CYCLIQUE



Source : Euler Hermes

# MARGES DES ENTREPRISES : LE COUP DE POMPE DU PÉTROLE

→ Une croissance de 20 % des prix du pétrole a un impact sur tous ceux qui le consomment, les ménages mais également les entreprises.  
→ Ces dernières peuvent s'attendre à une nouvelle année blanche pour leurs marges, qui loin de rebondir (enfin) pourraient être à même de se contracter à nouveau : l'effet pétrole sur les marges représentant un débours de -0,4 pp de marges cette année.



## - 4,5 Mds €

Ressources dont les entreprises se voient amputées en raison de la hausse du prix du pétrole

### 2018, UN ÉNIÈME ANNUS HORRIBILIS POUR LES MARGES

Parmi les mauvaises surprises du 1er trimestre, il en est une qui est passée un peu plus inaperçue. Les marges d'entreprises se sont marginalement contractées de 32 % à 31,9 %. À force de ne pas voir venir leur rebond, les cassandres ont probablement cessé de l'espérer. Euler Hermes a calculé que la hausse de 20 % du prix du pétrole observée par rapport au cours moyen observé au 4<sup>e</sup> trimestre 2017 coûterait 4,5 Mds EUR aux entreprises, jouant à la baisse sur les marges des entreprises, de -0,4 pp précisément. Le commerce et l'agro-alimentaire sont les secteurs les plus exposés, avec la capacité de perdre près de 1 point de marges chacun. Concernant le commerce, cela ramènerait le taux de marge à 30,6 % contre 32,6 % fin 2015 et 31,6 % fin 2017. Cette pression sur les marges serait donc d'autant plus préjudiciable pour ce secteur qu'il est déjà l'un de ceux qui est le plus concerné par la révolution digitale, ainsi que les coûts et

la nouvelle forme de concurrence qui lui sont associés. L'agroalimentaire verrait, lui, sa marge baisser à 37,8 % contre 38,8 % fin 2017 et 42,2 % fin 2017. Ce pas de deux entre deux secteurs cousins (la marge du deuxième est un coût pour le premier) serait donc renforcé par la hausse du cours du pétrole.

L'industrie manufacturière et la construction, bien qu'énergivores, ne seraient pourtant pas les plus impactées, perdant chacune -0,4 pp de marges. Toutefois, autant pour l'une que pour l'autre, un nouveau repli des marges renforcerait l'idée que celles-ci ont atteint leur pic au 3<sup>e</sup> trimestre 2017 (37,3 % pour l'une, 35,6 % pour l'autre). Dans une conjoncture plus morose pour ces deux secteurs depuis le début de l'année 2018, ce ne serait certainement pas une bonne nouvelle.

### 2019, JOUR 1 DU REBOND DES MARGES

Le pétrole n'est à l'évidence pas le seul élément à pouvoir faire évoluer les marges d'une entreprise. Le retard à l'al-

lumage de la progression des salaires (voir p. 10) a permis d'atténuer la pression sur les marges.

L'année 2017 avait été finalement assez déconcertante, puisque les marges des entreprises n'avaient pas progressé malgré un retour de la croissance de leurs chiffres d'affaires. Les politiques de prix agressives et la concurrence accrue dans le secteur des services ont joué. Toutefois, le renforcement des prélèvements obligatoires (45,4 % du PIB en 2017, un niveau record), dont la taxe exceptionnelle prélevée sur les grandes entreprises (prélevée pour se substituer à la taxe prélevée sur les dividendes, en raison de la décision de la Commission Européenne de condamner cette dernière), a également largement pesé.

Le cycle fiscal ne devrait pas être beaucoup plus favorable en 2018, avec des mesures encore assez limitées de baisses d'impôts et donc une hausse du coût des intrants liée au rebond du prix du pétrole. Il en va différemment de 2019, puisque les baisses de l'impôt sur les sociétés, de charges et un repli partiel du cours du pétrole sont attendus (à 69 \$/baril en moyenne en 2019). En conséquence, Euler Hermes prévoit un retour des marges à 33,5 % en fin d'année prochaine, leur niveau moyen enregistré entre 2000 et 2007.

TABLEAU 1 : MARGE DES ENTREPRISES ET EFFET PÉTROLE

SECTEURS	T4 2017	T4 2018	ÉVOLUTION
Information & Communication	41,5 %	40,1 %	- 1,4
Commerce	31,7 %	30,6 %	- 1,1
Agro-alimentaire	38,8 %	37,8 %	- 1
Services aux entreprises	28,1 %	27,5 %	- 0,6
Industrie manufacturière	37,0 %	36,6 %	- 0,4
Construction	35,3 %	34,9 %	- 0,4
<b>TOTAL</b>	<b>+ 32,0 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>- 0,4</b>

Sources : Eurostat, Euler Hermes





## SUIVEZ-NOUS

[www.eulerhermes.fr/etude-economique](http://www.eulerhermes.fr/etude-economique)  
[www.linkedin.com/company/euler-hermes-france](http://www.linkedin.com/company/euler-hermes-france)  
[www.twitter.com/eulerhermesFR](http://www.twitter.com/eulerhermesFR)

## LES MINUTES DE L'ÉCO

[www.eulerhermes.fr/minute-eco](http://www.eulerhermes.fr/minute-eco)

## APPLICATION MOBILE

[www.eulerhermes.fr/appli-eco](http://www.eulerhermes.fr/appli-eco)

## BLOG

[blog.eulerhermes.fr](http://blog.eulerhermes.fr)

## MON ESPACE EH

[www.monespaceEH.fr](http://www.monespaceEH.fr)

RDV sur votre site d'informations dédié pour gérer de manière proactive votre contrat et tout savoir de l'actualité métier, produit et économique d'Euler Hermes.

Pour vous abonner à votre web newsletter mensuelle, envoyez-nous un email à :  
[ehfrancecommunication@eulerhermes.com](mailto:ehfrancecommunication@eulerhermes.com)

### LE BULLETIN ÉCONOMIQUE

est publié mensuellement par la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group  
1, place des Saisons 92048 Paris La Défense Cedex  
e-mail : [research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com) - Tél. : +33 (0) 1 84 11 50 50

Le présent document reflète l'opinion de la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group.

Les informations, analyses, prévisions, contenues dans ce document sont fondées sur les hypothèses et les points de vues actuels de cette Direction et sont de nature prospective. Dans ce contexte, la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group n'a aucune obligation de résultat et sa responsabilité ne peut être engagée à ce titre. Ces analyses sont d'ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment.

[www.eulerhermes.com](http://www.eulerhermes.com)



Avec Ecofolio  
tous les papiers  
se recyclent.