

Conjoncture et prévisions pour l'entreprise

n°233 – Février 2018



L'analyse du mois

France : conjoncture et prévisions 2018

Monde : conjoncture et prévisions 2018

Directeur de la publication

Laurent Faibis, Président de Xerfi

Comité de rédaction

Alexandre Boulegue (Rédacteur en chef)
Alexandre Mirlicourtois (Directeur de la conjoncture et de la prévision)
Alberto Balboni (Responsable économie internationale)
Pierre Paturel (Responsable analyse sectorielle)

Comité éditorial

Arnaud Dessimond (Directeur adjoint Xerfi Research), Gabriel Giraud (Directeur adjoint Xerfi France), Laurent Faibis (Président de Xerfi), Raphaële Karayan (Directrice adjointe de Xerfi Canal), Thibault Lieurade (Journaliste économique Xerfi Canal), Kathryn Mc Farland (Directrice Déléguée Xerfi Global), Pascale Mollo (Chef de projet publications études, presse), Olivier Passet (Directeur des synthèses économiques), Julien Pillot (Directeur des synthèses stratégiques), Mathias Thépot (Journaliste économique Xerfi Canal)

Site

www.xerfi.com

e-mail

etudes@xerfi.fr

Adresse

13-15 rue de Calais 75009 Paris

Téléphone

01 53 21 81 51

Fax

01 42 81 42 14

| | |
|---|-----------|
| 1. L'ANALYSE DU MOIS | 8 |
| 1.1. LA SITUATION DES ENTREPRISES | 9 |
| L'indicateur Xerfi Risk | 9 |
| Le climat des affaires | 10 |
| L'industrie manufacturière | 11 |
| La construction | 12 |
| Les services | 13 |
| Le commerce | 14 |
| 1.2. L'ENVIRONNEMENT DES ENTREPRISES | 15 |
| La demande des ménages | 15 |
| La conjoncture dans les pays avancés | 16 |
| La conjoncture dans les BRIC | 17 |
| Les cours des matières premières | 18 |
| Les taux de change | 19 |
| Le contexte financier | 20 |
| 2. FRANCE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018 | 21 |
| 2.1. LES INDICATEURS CLÉS | 22 |
| Le PIB | 22 |
| La consommation des ménages | 23 |
| Le pouvoir d'achat des ménages | 24 |
| Le taux de chômage | 25 |
| L'inflation | 26 |
| L'investissement des entreprises | 27 |
| Le commerce extérieur de la France | 28 |
| 2.2 LES INDICATEURS OPÉRATIONNELS | 29 |
| Le cours euro / dollar | 29 |
| Le cours du pétrole | 30 |
| Les cours des métaux | 31 |
| Les cours des matières premières agricoles | 32 |

| | |
|--|-----------|
| 2.3. LES ÉCLAIRAGES SECTORIELS | 33 |
| L'industrie manufacturière | 33 |
| Les industries alimentaires | 34 |
| L'industrie automobile | 35 |
| Le commerce de détail | 36 |
| La production du BTP | 37 |
| Les transports et l'entreposage | 38 |
| L'hébergement et la restauration | 39 |
| | |
| 3. MONDE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018 | 40 |
| | |
| 3.1 LA ZONE EURO | 41 |
| L'Allemagne | 41 |
| L'Italie | 42 |
| L'Espagne | 43 |
| | |
| 3.2 LE RESTE DU MONDE | 44 |
| Le Royaume-Uni | 44 |
| Les Etats-Unis | 45 |
| Le Japon | 46 |
| Le Brésil | 47 |
| La Chine | 48 |

1

BOURSES : RISQUES LIMITÉS SUR LA CROISSANCE

Le décrochage des bourses début février devrait rester un incident de parcours et ne remet pas en cause notre scénario de croissance. Le régime de faible taux rend les bourses instables et hypersensibles au moindre mouvement sur les prix et le coût de l'argent. Mais c'est aussi cette hypersensibilité qui protège les économies d'une remontée des taux, puisque l'effolement des bourses tue dans l'œuf toute tentative hâtive de normalisation trop brutale des politiques monétaires. En outre, ce qui annihile véritablement une reprise, c'est lorsque le krach se complique d'un *credit crunch*. Or, là, la croissance des économies développées ne repose pas sur un crédit débridé. Les conséquences d'une correction boursière seraient dans ce contexte limitées.

2

UN MONDE SANS INFLATION

Le lien entre croissance, chômage et inflation est définitivement rompu. Cela n'interdit pas des cycles d'accélération et de décélération de faible ampleur. Mais les montagnes de liquidité émises par les banques centrales ne vont pas se convertir en inflation, du moins pas sur le marché des biens et des services car la concurrence devient de plus en plus intense. D'abord du fait de l'ouverture croissante des marchés et de la prolifération de concurrents venus de pays à faibles coûts. Ensuite parce que la transformation numérique participe très largement à l'intensification de la concurrence, à tous les niveaux. Dans ce contexte, les entreprises sont en lutte pour maintenir leur part de marché et tendent dès lors à convertir leurs gains de productivité en baisse de prix, beaucoup moins en hausse de salaire.

3

FRANCE : CROISSANCE AU TOP EN 2018

Les indicateurs conjoncturels avancés confirment l'enclenchement d'un enchaînement vertueux de la croissance en France : production - investissement - emploi - revenus - consommation. Excepté au Royaume-Uni, cet enchaînement est partagé par l'ensemble des principales économies européennes : l'Allemagne, l'Espagne et même l'Italie ont des trajectoires haussières marquées et la synchronisation des zones et des secteurs auto-renforce la dynamique en cours. La France n'est pas en surchauffe et dispose encore de marges pour aller plus haut, sans tension excessive. C'est bien pourquoi nous tablons pour 2018 sur une accélération, sans emballement, de la croissance à 2,1%, un plus haut depuis 2011.

4

LE CYCLE D'INVESTISSEMENT VA SE PROLONGER

Certes, le taux d'utilisation des capacités de production est en hausse et se situe depuis cinq trimestres au-dessus de la moyenne observée de 1991 à 2007. Mais en comparaison avec la montée en puissance de la fin des années 1990 et du début années 2000, le mouvement demeure de faible ampleur, aussi bien par sa durée que par son intensité. Le constat demeure le même lorsque l'on se réfère à la phase d'accélération de l'activité entre 2006 et 2008. Difficile dans ces conditions de poser le diagnostic d'une mise sous tension excessive de l'appareil de production ou de détecter le début d'un sur-investissement, l'un des marqueurs d'une économie en ébullition. À ce contexte favorable se rajoute l'embellie des marges et des profits des entreprises, qui leur donne les coudées franches pour passer à la vitesse supérieure.

5

LA CONSOMMATION ACCÉLÈRE DE NOUVEAU

L'accélération de la consommation est la 2^e clé de voute de notre scénario. Après un ralentissement ponctuel en 2017, les dépenses des ménages vont devenir un moteur essentiel de la croissance. L'inflation demeurant très modérée, elle ne mordra que très marginalement sur le pouvoir d'achat. Dans un contexte de créations d'emplois (même au ralenti par rapport à 2017) et d'accélération contenue de certains salaires, les Français consommeront plus. Il faudra aussi compter sur l'effet euphorisant de deux évènements sportifs majeurs (JO d'hiver de Pyeongchang et encore plus la Coupe du monde de football en Russie) sur les rayons de l'électronique grand public.

6

EMPLOI : RETOUR DES CDI

Les entreprises françaises créent à nouveau des emplois. Pour beaucoup, il s'agit de contrats d'intérim et à temps partiel, qui participent au morcellement de l'emploi. Le temps partiel demeure lui-même plus subi que choisi. Les statistiques d'embauche nuancent un peu le propos. Elles ne décrivent bien sûr qu'un versant de la réalité : le côté « plus » de la variation nette de l'emploi. Mais cette variable hypersensible au cycle est utile pour déceler avec un peu d'avance les inflexions du marché du travail. Elle nous indique que les embauches se sont stabilisées à un niveau qui présage un prolongement du mouvement de hausse de l'emploi hors intérim. Surtout, le CDI fait son grand retour, tant en niveau absolu, avec une forte accélération, qu'en niveau relatif, avec un poids accru des CDI. Une véritable dynamique positive de l'emploi s'est mise en place, qui s'étend peu à peu aux formes moins précaires d'embauche.

7

POUVOIR D'ACHAT : PAS DE MIRACLE EN 2018

Les créations d'emplois resteront le principal soutien au pouvoir d'achat, même si ce moteur s'essoufle un peu. Car coté salaires, au-delà de certaines professions en surchauffe, les revalorisations resteront limitées. Malgré la reprise, la concurrence internationale continue en effet d'exercer une pression à la baisse sur les coûts salariaux. À cela s'ajoutent les mesures prises par le gouvernement. La baisse des cotisations sociales s'effectue en deux temps, alors que son pendant (la hausse de la CSG) est effectif depuis janvier. Par ailleurs, la suppression de 30% de la taxe d'habitation pour 80% des ménages n'interviendra qu'à l'automne, de même que la revalorisation de certains minima sociaux. De son côté, la fiscalité indirecte (tabac, essence) a déjà augmenté. Selon l'INSEE, ces décalages viendront grignoter 0,3 point de pouvoir d'achat cette année, ce qui limitera sa hausse à 1,5%.

8

ALERTE ROUGE SUR LE COMMERCE EXTÉRIEUR

C'est l'état d'urgence pour le commerce extérieur. À 62,3 milliards euros, le déficit s'est considérablement creusé l'année dernière et 2018 s'annonce pire encore. Cela s'inscrit dans une longue suite de contre-performances. Depuis 14 ans, la France a continuellement été dans le rouge, donnant au déficit commercial un caractère structurel. Cette descente aux enfers est la conséquence d'une double cassure. Interne d'abord : les producteurs ont cédé beaucoup de terrain à la concurrence étrangère en France et l'appareil productif peine de plus en plus à satisfaire la demande domestique. Externe ensuite, avec une incapacité de nos entreprises à valoriser la demande mondiale qui leur est adressée.

9

LE FIASCO DE L'ALIMENTAIRE, TOUT UN SYMBOLE

Excédentaire à la fin des années 1990, la balance commerciale alimentaire est devenue déficitaire à partir de 2006, sous l'impact d'une double offensive. La première, lancée au milieu des années 2000, était allemande dans le secteur la viande. Très déterminés, les concurrents d'outre-Rhin ont usé et abusé de la directive de 1996 sur les « travailleurs détachés » pour faire chuter le coût du travail et évincer les producteurs français. La seconde vague, peu après la Grande Récession, est venue d'Espagne et a submergé cette fois-ci les secteurs du grain, de la panification, des fruits et légumes et a enfoncé un peu plus encore la filière viande. Les industriels ibériques ont récolté les fruits de la « dévaluation interne », autrement dit de la forte baisse des salaires. Résultat, cela fait plus de dix ans maintenant que le solde commercial alimentaire (hors boissons) est négatif.

10

LES SERVICES PLONGENT À LEUR TOUR

On a longtemps cru que nos services avaient vocation à compenser les pertes de l'industrie. Les chiffres de 2016, où la balance des services a frôlé le rouge, affaiblissent cette idée. Certes, une partie de la dégringolade s'explique par l'impact des attentats terroristes sur les recettes touristiques. Mais la piètre performance de 2017 (5 Md€ d'excédents à comparer aux 25 Md€ dégagés en 2012) est là pour rappeler que le mal est profond. La dégradation de la compétitivité et le manque d'attractivité de l'offre touchent désormais le secteur emblématique des services aux entreprises. Les excédents ont disparu, pour laisser place à un déficit de 5 milliards d'euros, suite à un double mouvement : l'intensification de la concurrence mondiale et les délocalisations. Dès lors qu'un service, ou une tâche, peut être automatisé et livrable à distance, il y a un risque. La révolution numérique et l'émergence des plateformes exposent de plus en plus de services à la concurrence internationale. Le problème de compétitivité de la France ne se limite pas à l'industrie ou à un coût du travail trop élevé sur la partie non-qualifiée de la main-d'œuvre. Le problème est global : désormais, les services, même haut de gamme, sont sur la mauvaise pente. Ce qui est bien plus alarmant.

L'ANALYSE DU MOIS



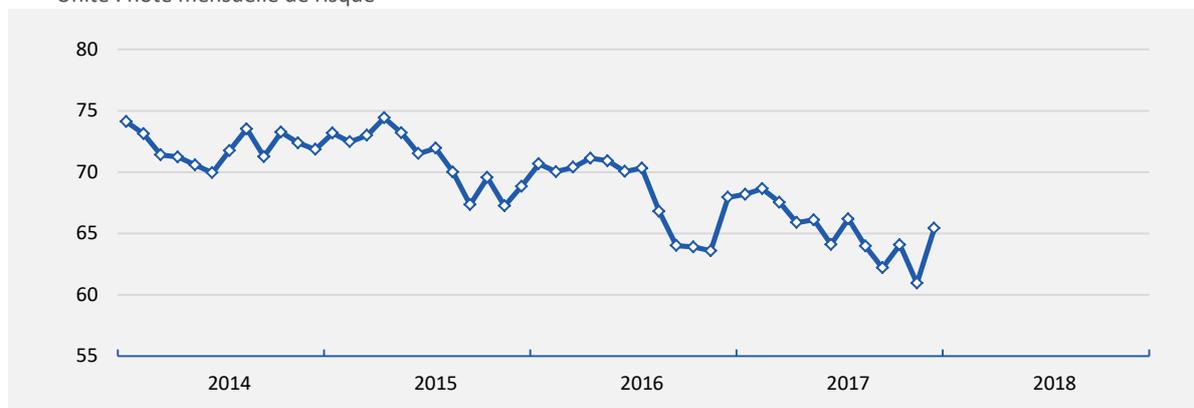
| | |
|---|-----------|
| 1.1. LA SITUATION DES ENTREPRISES | 9 |
| L'indicateur Xerfi Risk | 9 |
| Le climat des affaires | 10 |
| L'industrie manufacturière | 11 |
| La construction | 12 |
| Les services | 13 |
| Le commerce | 14 |
| 1.2. L'ENVIRONNEMENT DES ENTREPRISES | 15 |
| La demande des ménages | 15 |
| La conjoncture dans les pays avancés | 16 |
| La conjoncture dans les BRIC | 17 |
| Les cours des matières premières | 18 |
| Les taux de change | 19 |
| Le contexte financier | 20 |

Net recul du risque de défaillance

L'indicateur Xerfi Risk, qui mesure le risque de défaillance de l'ensemble des entreprises, a nettement rebondi en décembre 2017, comme il l'avait fait fin 2016. La tendance reste cependant au reflux. Si le risque global est encore relativement élevé (entre 61 et 80, la probabilité de défaut est très significative), un retour à la normale se profile à l'horizon 2018, grâce notamment à une amélioration sensible des perspectives d'activités et des marges dans la plupart des secteurs. En moyenne annuelle, le risque de défaillance a déjà reculé en 2017 de 3 points dans l'industrie manufacturière et l'hébergement restauration, et de 4,4 points dans le transport-entreposage. Dans les services à forte valeur ajoutée (activités spécialisées, scientifiques et techniques), le risque de défaillance a même chuté de plus de 7 points. En revanche, certains secteurs restent à la peine. C'est le cas notamment de l'industrie agroalimentaire, dans lequel le risque de défaillance a légèrement augmenté, mais surtout de l'industrie chimique qui a enregistré un bond de 16 points en 2017, notamment en raison du renchérissement des coûts de matières premières.

■ Indicateur Xerfi Risk de l'ensemble de l'économie

Unité : note mensuelle de risque



Source : Xerfi, dernière donnée disponible 12/2017

■ Indicateur Xerfi Risk de l'industrie manufacturière

Unité : note mensuelle de risque



Source : Xerfi, dernière donnée disponible 12/2017

■ Indicateur Xerfi Risk du transport et de l'entreposage

Unité : note mensuelle de risque



Source : Xerfi, dernière donnée disponible 12/2017

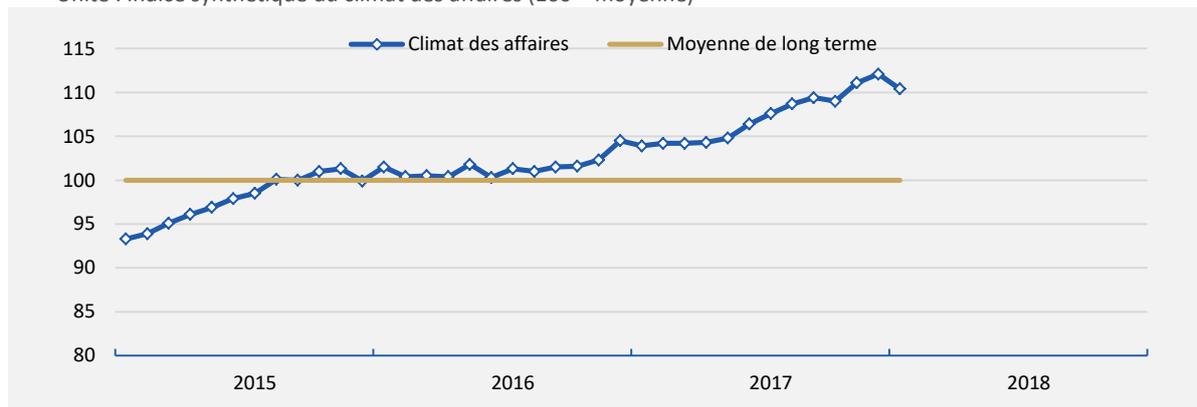
Méthodologie : l'indicateur **Xerfi Risk** est une note correspondant à une probabilité de défaillance des entreprises de l'économie française. L'échelle de notation est la suivante : entre 0 et 20, les entreprises ont une probabilité de défaillance quasi nulle ; entre 21 et 40, la probabilité de défaut reste acceptable ; entre 41 et 60, la probabilité de défaut est moyenne ; entre 61 et 80, la probabilité de défaut est très significative ; entre 81 et 100, la probabilité de défaillance se situe à un niveau très alarmant.

Le moral des chefs d'entreprises reste au beau fixe

Le climat des affaires a légèrement fléchi en janvier après avoir atteint en décembre son plus haut niveau depuis dix ans. À 110, l'indicateur demeure néanmoins solidement ancré au-dessus de sa moyenne de long terme à un niveau indiquant toujours une situation très favorable. Par secteur, le climat des affaires s'est amélioré d'un point dans l'industrie manufacturière. Les industriels sont notamment optimistes sur les perspectives générales de production du secteur (signe d'un haut niveau de confiance partagée) et le solde correspondant se situe à un pic depuis près de 18 ans. En revanche, le climat se dégrade de deux points dans les services (avec un net décrochage des activités immobilières) et en perd six dans le commerce de gros. Dans le bâtiment, l'indicateur recule d'un point, les entrepreneurs étant notamment moins optimistes sur leurs perspectives personnelles d'activité. Enfin, dans le commerce de détail, le climat reste stable. L'indicateur de retournement (qui vise à détecter le plus tôt possible le moment où la conjoncture pour l'ensemble de l'économie change d'orientation) est, quant à lui, installé dans la zone indiquant « une situation conjoncturelle favorable » depuis six mois maintenant. Dans le prolongement d'une fin 2017 dynamique, la croissance française s'annonce solide. La machine est relancée et 2% de croissance semble un objectif de plus en plus raisonnable pour 2018. Dans ce contexte, le climat de l'emploi s'est stabilisé à 109, un niveau nettement au-dessus de sa moyenne de long terme.

■ Le climat des affaires en France

Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Le climat des affaires en France

Unité : indice synthétique du climat des affaires (moyenne = 100)

| | Août 17 | Sept. 17 | Oct. 17 | Nov. 17 | Déc. 17 | Janv. 17 |
|--|---------|----------|---------|---------|---------|------------|
| Climat des affaires | 109 | 110 | 109 | 111 | 112 | 110 |
| Climat des affaires dans l'industrie | 111 | 111 | 112 | 113 | 112 | 113 |
| Climat des affaires dans le bâtiment | 104 | 104 | 105 | 107 | 110 | 108 |
| Climat des affaires dans les services | 107 | 108 | 107 | 109 | 111 | 109 |
| Climat des affaires dans le commerce | 108 | 112 | 113 | 116 | 115 | 114 |

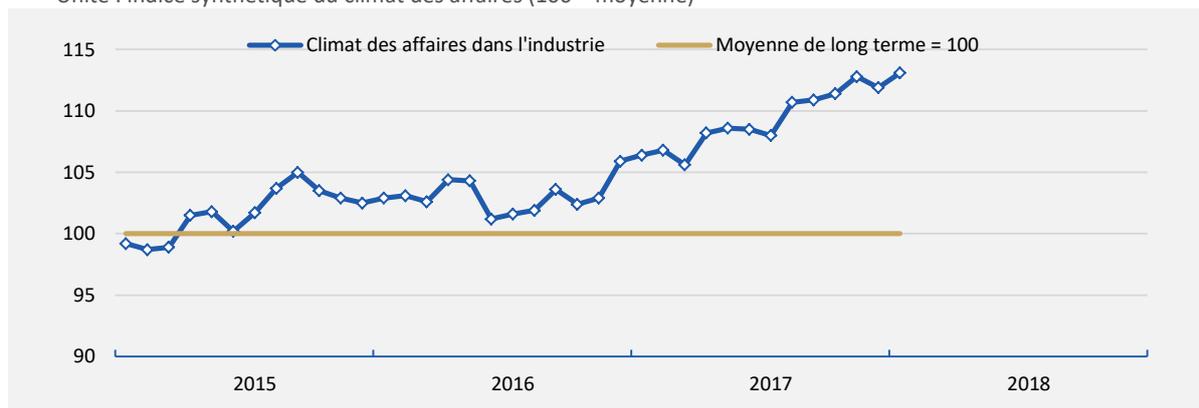
Source : Insee, dernières données disponibles 10/2017

Euphorie dans l'industrie

Difficile de faire mieux : à 113, le climat de confiance a atteint en janvier son plus haut niveau depuis janvier 2001. La fin 2017 a notamment été très dynamique et le début d'année s'annonce très prometteur. Cela fait maintenant plus de trois mois que le solde correspondant à la production passée plane très au-dessus de sa moyenne de long terme. Sereins sur l'évolution de leur propre activité (les perspectives personnelles de production sont stables à très haut niveau, les carnets de commandes sont bien garnis), les industriels sont encore plus optimistes sur l'évolution à venir de l'ensemble de l'industrie française avec des perspectives générales de production au plus haut depuis juillet 2000. Quant à l'indicateur de retournement, il se situe pour le neuvième mois consécutif dans la zone indiquant une conjoncture favorable. Toutes les grandes branches d'activité sont prises dans ce même mouvement haussier avec en tête de prou, le secteur des biens d'équipement. C'est un bon signe pour la poursuite du cycle d'investissement en France. Sans surprise, les machines et équipements sont de plus en plus sollicités et le taux d'utilisation des capacités de production (85,8%) est à un pic depuis janvier 2008. Le nombre d'industriels estimant qu'ils ne pourraient pas produire plus s'ils recevaient plus de commandes va également croissant et le niveau des goulots de production se rapproche de celui de fin 2000-début 2001.

■ Le climat des affaires dans l'industrie

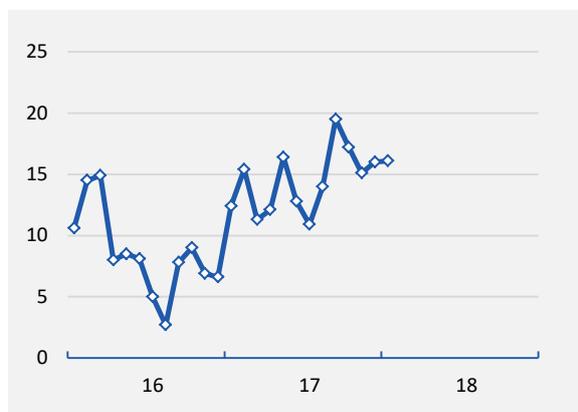
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives d'activité dans l'industrie

Unité : solde d'opinion des industriels, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives d'évolution des prix dans l'industrie

Unité : solde d'opinion des industriels, en %



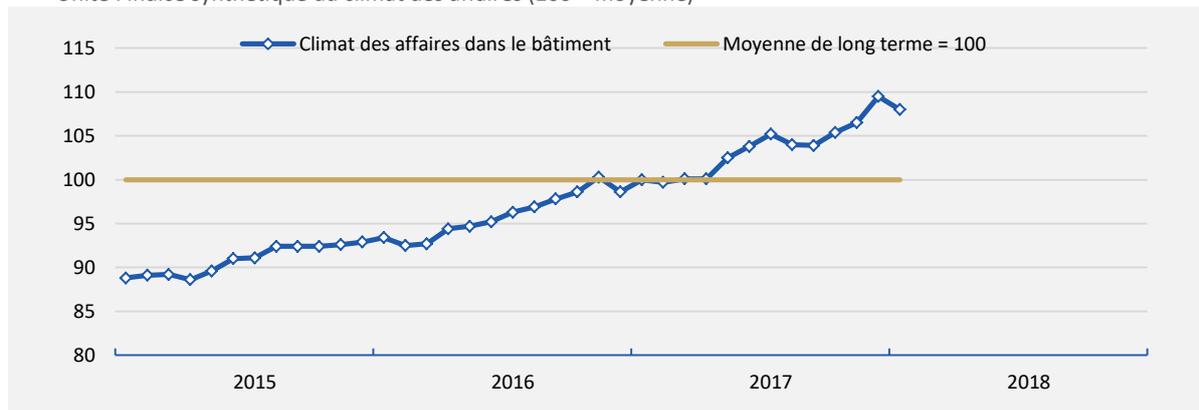
Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

Plafonnement en vue ?

Après être passé à la vitesse supérieure, le bâtiment marque le pas. Ce n'est pas tant l'activité passée qui pose problème (en hausse depuis trois mois, le solde correspondant est à sommet depuis février 2008), mais les anticipations des entrepreneurs. Les perspectives d'activité (bien que toujours au-dessus de leur niveau de longue période) ont brutalement décroché et l'indicateur de retournement se situe à la frontière entre la zone indiquant une conjoncture favorable et la zone d'incertitude. Cette hésitation dans le bâtiment fait écho à l'enquête trimestrielle réalisée dans la promotion immobilière. Les promoteurs indiquent notamment un repli de la demande (le solde correspondant recule pour le deuxième trimestre consécutif et passe au-dessous de sa moyenne de longue période pour la première fois depuis deux ans). Parallèlement, les perspectives de mises en chantier pour les trois prochains mois se sont également dégradées. Côté travaux publics, les perspectives d'activité sur les trois prochains mois sont en baisse (quelle que soit la clientèle, privée ou publique) après une fin d'année dynamique.

■ Le climat des affaires dans le bâtiment

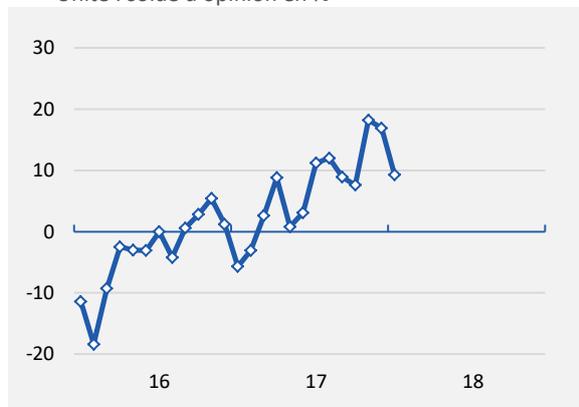
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives d'activité dans le bâtiment

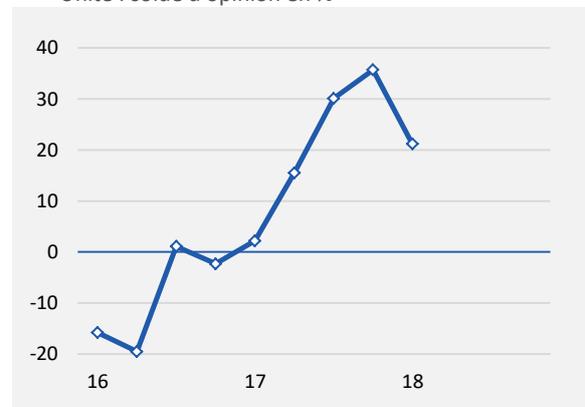
Unité : solde d'opinion en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives d'activité dans les travaux publics

Unité : solde d'opinion en %



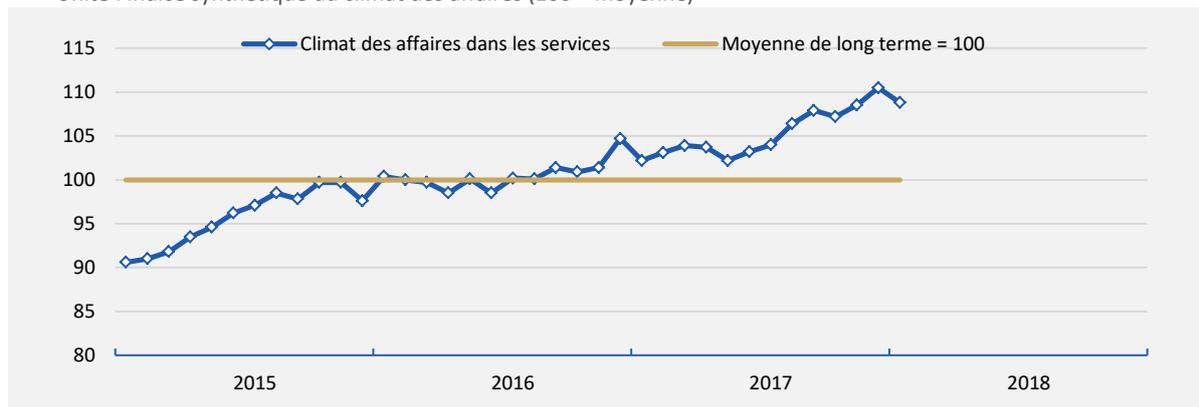
Source : Insee, dernière donnée disponible 03/2018

La chute dans l'immobilier masque une tendance de fond toujours favorable

A priori, les services sont en perte de vitesse : le climat des affaires fléchit et perd deux points (à 109 il reste néanmoins au-dessus de sa moyenne de longue période), l'activité passée est jugée un peu moins dynamique et les perspectives à court terme se dégradent sensiblement. Ce tableau plutôt sombre s'explique essentiellement par la forte dégradation des activités immobilières (marchands de biens immobiliers, agences immobilières, syndicats de copropriété, etc.). À 85, le climat des affaires se situe nettement en dessous de sa tendance de long terme et atteint un plus bas depuis juin 2009. Selon l'INSEE, le sous-secteur de la location de logement est au cœur de ce décrochage. La tonalité de l'enquête de janvier pour les autres grandes branches d'activité est en revanche beaucoup plus optimiste. Certes, quelques accrocs sont apparus (dans le transport routier de marchandises notamment) mais ils restent limités et compensés par les hausses enregistrées ailleurs comme dans les activités de services administratifs et de soutien (intérim, services de sécurité, de nettoyage, centres d'appels, etc.) ou le maintien à très haut niveau dans d'autres (hébergement-restauration). L'indicateur de retournement se situe dans la zone indiquant une « conjoncture favorable » pour le 14^e mois consécutif.

■ Le climat des affaires dans les services

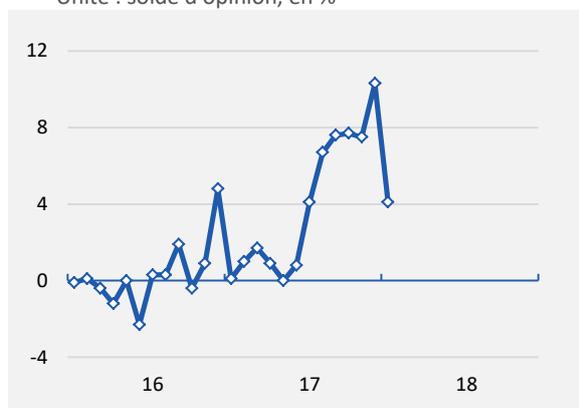
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives d'activité dans les services

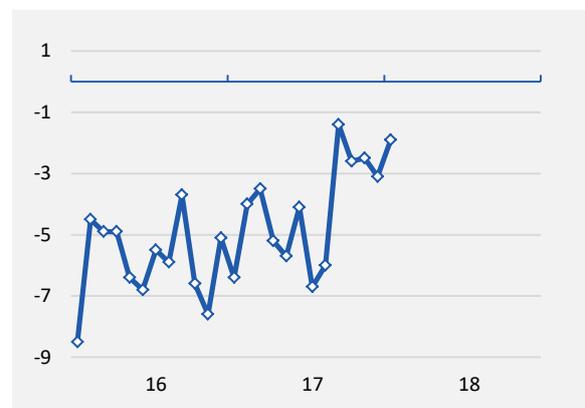
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives de prix dans les services

Unité : solde d'opinion, en %



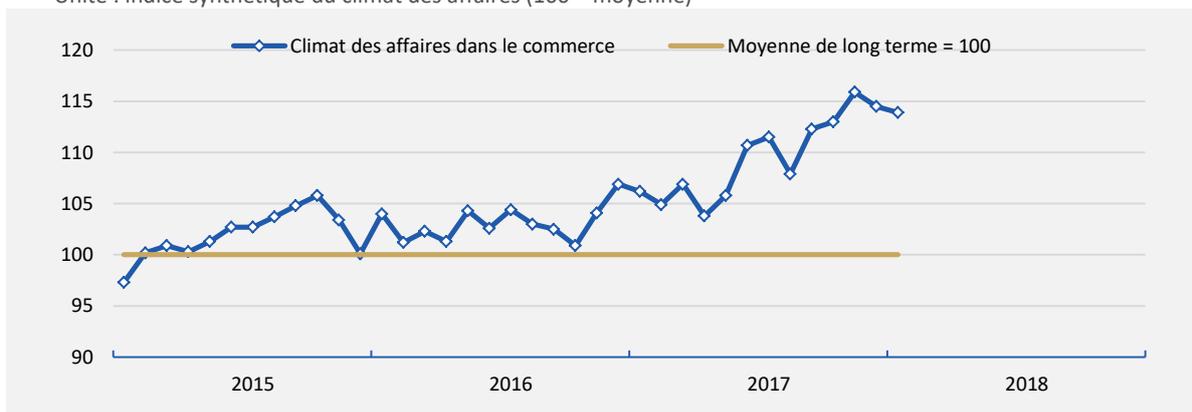
Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

Très solide

2018 commence sur des bases solides après une fin d'année tonitruante. À 114, le climat des affaires s'est stabilisé à un haut niveau (il dépasse ou atteint sa moyenne de long terme depuis deux ans maintenant). Les ventes passées ont été robustes et les perspectives sont bonnes. Seul petit bémol, les intentions de commandes ont légèrement diminué. Dans le commerce de détail, les ventes passées sont à leur moyenne de long terme aussi bien chez les généralistes que dans le commerce de détail spécialisé avec de fortes disparités néanmoins selon la spécialisation : chute dans l'équipement du logement, remontée spectaculaire dans l'information-communication (informatique, internet, téléphonie). Le commerce et la réparation automobile flambent toujours et tous les clignotants sont au vert. Les ventes passées sont en effet en hausse, les anticipations pour les mois à venir restent excellentes et les intentions de commandes progressent. Seul petit accroc, la situation de trésorerie est jugée moins aisée qu'en novembre même si le solde reste supérieur à sa moyenne de long terme.

■ Le climat des affaires dans le commerce

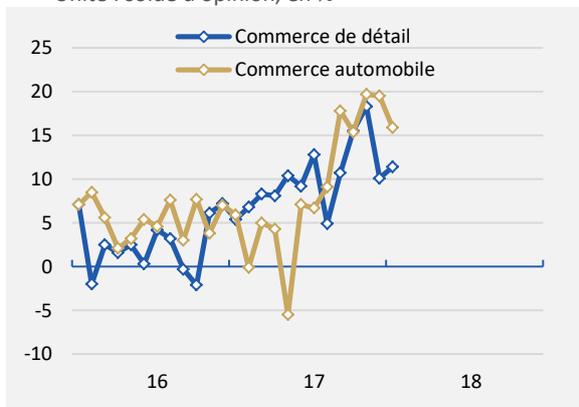
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives d'activité dans le commerce

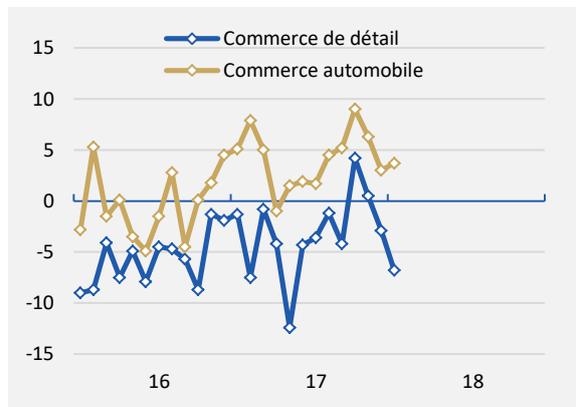
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les perspectives de prix dans le commerce

Unité : solde d'opinion, en %



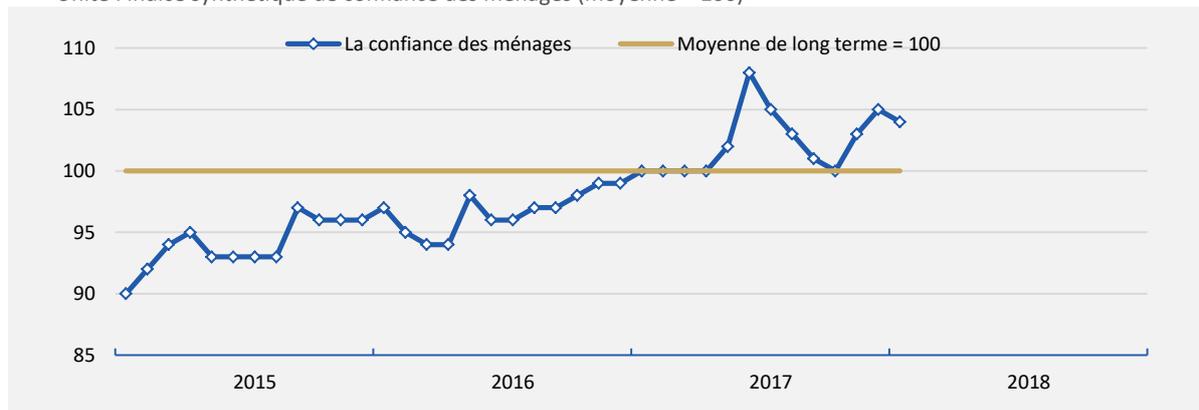
Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

Fin d'année chaotique pour la consommation

Forte chute en octobre, rebond spectaculaire en novembre, puis rechute en décembre. Difficile de déterminer la tendance de fond de la consommation des ménages. Finalement le 4^e trimestre s'est soldé sur une quasi-stabilité des dépenses en volume (-0,1%) et l'année sur une hausse de 1% avec de grandes disparités entre les grands postes : +0,8% dans l'alimentaire, +1,7% pour les biens fabriqués emmenés par l'envolée de l'automobile (+4%) et une légère érosion dans l'énergie (-0,1%). De son côté, la confiance des ménages français s'est légèrement dégradée en janvier après deux mois de hausse, malgré le recul des craintes concernant l'évolution du chômage. L'opinion des Français sur leur situation financière passée s'est légèrement amélioré mais ils anticipent une légère dégradation à court terme et s'attendent à une (nette) remontée de l'inflation. La proportion de ménages jugeant opportun d'effectuer des achats importants est malgré tout restée stable (+1 point). Cette dernière se situe au-dessus de sa moyenne de longue période depuis janvier 2016.

■ La confiance des ménages

Unité : indice synthétique de confiance des ménages (moyenne = 100)



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ La consommation en biens des ménages

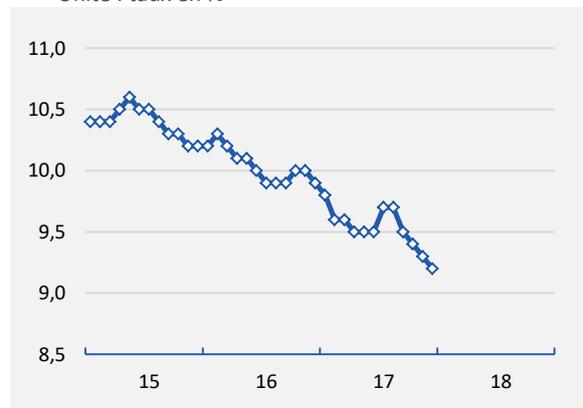
Unité : % des variations annuelles



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2017

■ Le taux de chômage

Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 12/2017

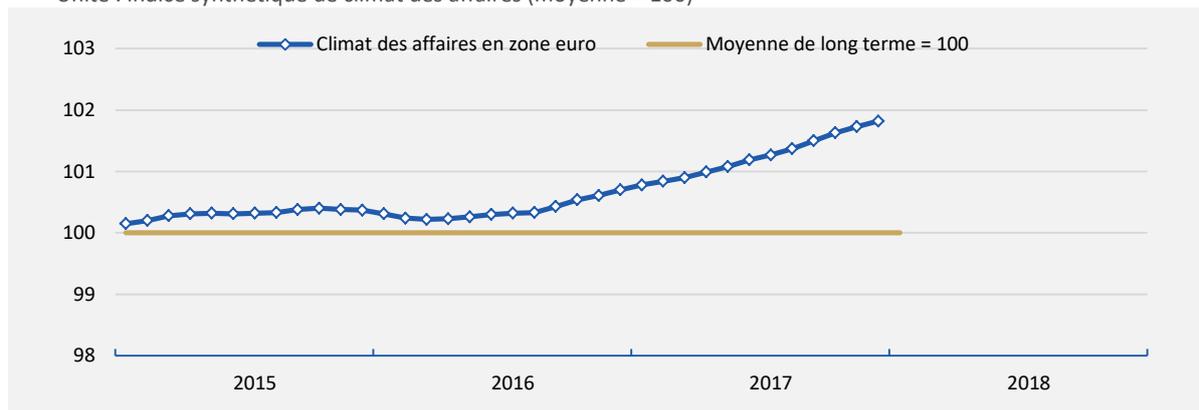
L'amélioration du climat des affaires se poursuit dans la zone euro

Le climat des affaires dans la zone euro s'est encore amélioré en décembre, atteignant un nouveau record depuis le début de la série (janvier 1990). Cela fait presque deux ans que la confiance des industriels européens progresse mois après mois. L'optimisme des industriels européens n'a même pas été ébranlé par la forte appréciation de l'euro constatée depuis le printemps dernier (+14% vis-à-vis du dollar américain entre mai 2017 et janvier 2018). En outre, la nouvelle hausse de l'indicateur des directeurs d'achat de l'institut Markit en janvier suggère que le climat des affaires a continué de s'améliorer en ce début d'année, conforté par les dernières statistiques d'Eurostat constatant une croissance du PIB de 2,5% en 2017, soit la meilleure performance de l'économie eurolandaise depuis 2007.

Aux États-Unis, le climat des affaires s'est redressé en décembre, après une légère dégradation pendant l'automne. La concrétisation de la réforme fiscale voulue par D. Trump, très favorable aux entreprises et définitivement adoptée par le Sénat et la Chambre des représentants en décembre, a contribué à doper le moral des industriels outre-Atlantique.

■ Le climat des affaires en zone euro

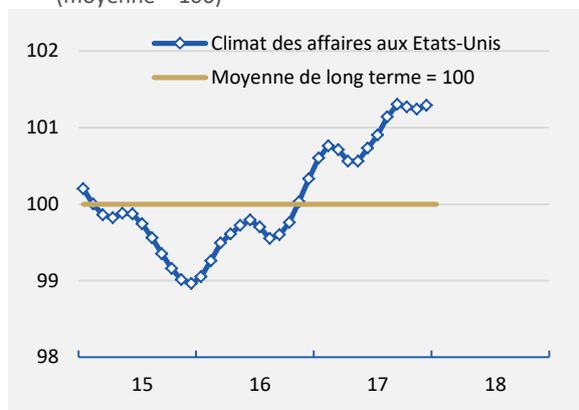
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le climat des affaires aux États-Unis

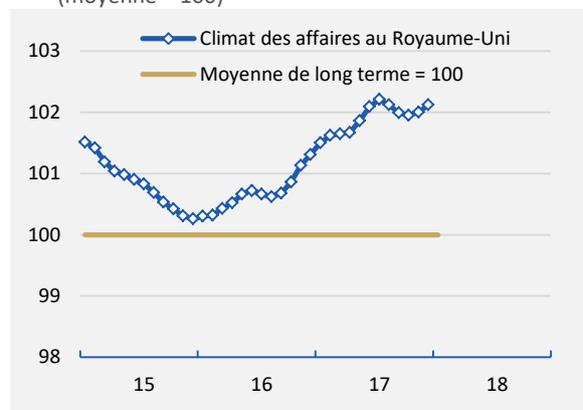
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le climat des affaires au Royaume-Uni

Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 12/2017

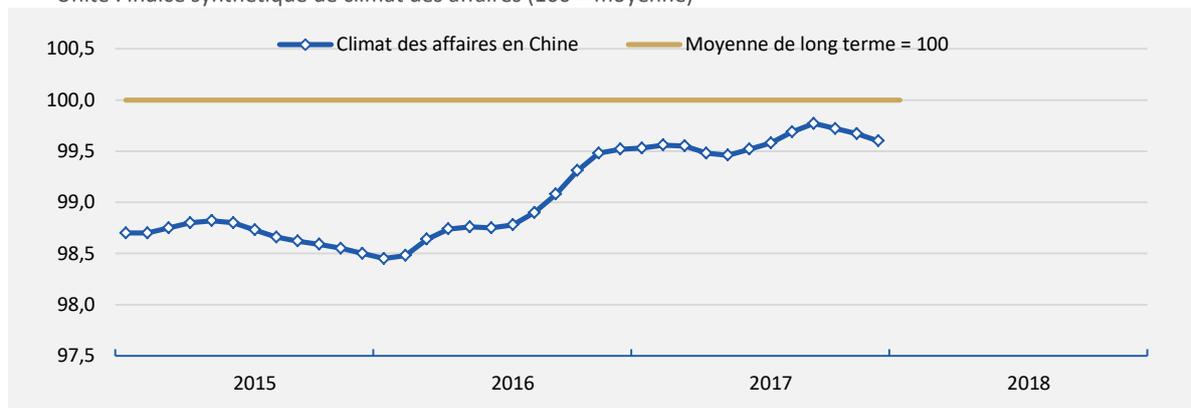
Le rebond des cours des matières premières booste le climat des affaires en Russie et au Brésil

Le climat des affaires s'est nettement amélioré au Brésil et en Russie depuis l'été dernier, en lien avec le rebond des cours du pétrole et des principaux métaux industriels, qui ont un poids très important dans les exportations et dans l'économie des deux pays. Après plusieurs trimestres de baisse de PIB en 2015 et en 2016, l'activité s'est redressée en 2017 dans ces deux pays, surtout tirée par la reprise des débouchés extérieurs, tandis que l'inflation s'est nettement assagie, contribuant à remonter le moral des industriels.

En revanche, en Chine, le climat des affaires s'est détérioré au cours des trois derniers mois et continue d'évoluer au-dessous de sa moyenne de long terme, indiquant le niveau « normal » de cet indicateur de confiance. La croissance officielle du PIB chinois (6,9% en 2017) est toujours très forte et toujours étonnamment conforme à l'objectif du gouvernement, mais l'activité est surtout tirée par la reprise des débouchés extérieurs *via* les exportations.

■ Le climat des affaires en Chine

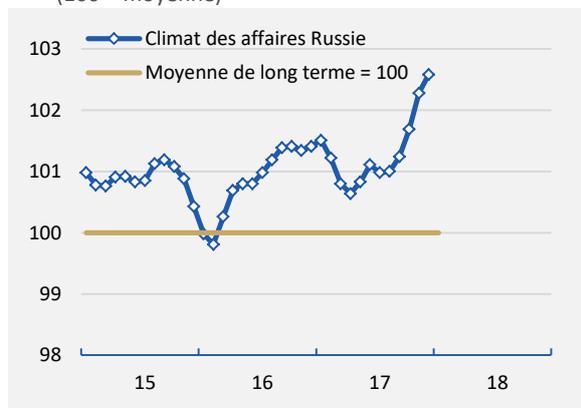
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le climat des affaires en Russie

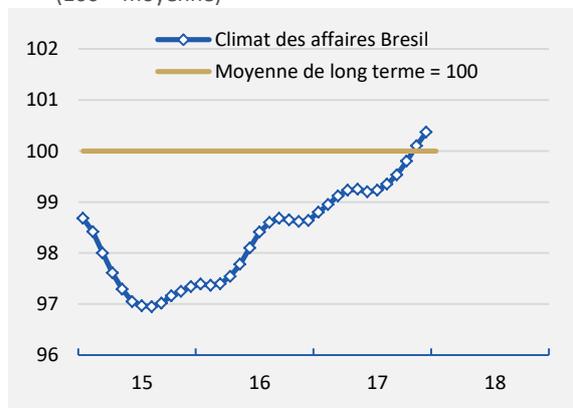
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le climat des affaires au Brésil

Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



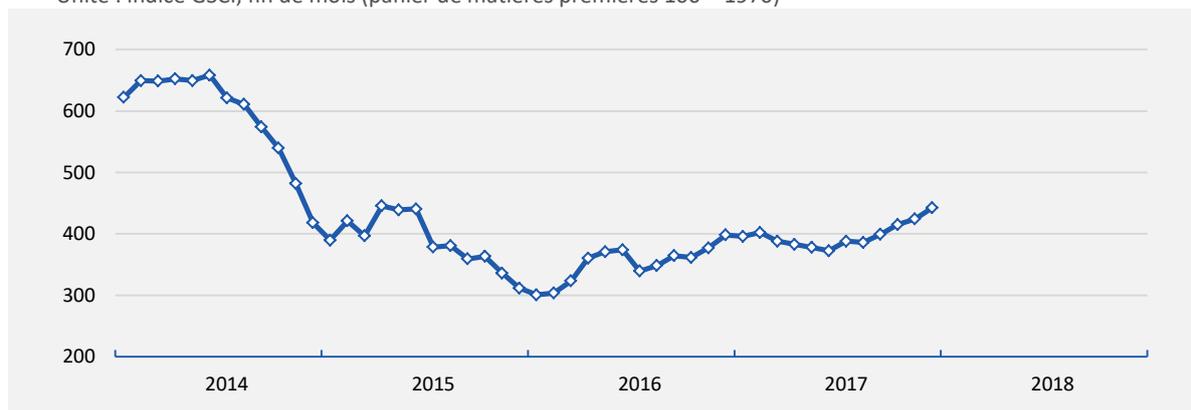
Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 12/2017

Pétrole : des tensions haussières tempérées par la hausse de la production US

Le cours du Brent s'est hissé à 69 dollars en moyenne sur le mois de janvier, son plus haut niveau depuis novembre 2014. En hausse de 7% par rapport au mois précédent et de 44% depuis son dernier point bas de juin 2017, le prix de l'or noir a été soutenu par le prolongement de l'accord de restriction de l'offre des pays producteurs, une reprise économique mondiale qui se consolide et les tensions géopolitiques au Venezuela et au Moyen-Orient (tensions croissantes entre l'Iran et l'Arabie saoudite et au Kurdistan irakien). La réunion de l'OPEP du 30 novembre dernier, incluant 10 pays producteurs non-membre de l'association, parmi lesquels la Russie, a confirmé que le plafonnement de la production de ces pays (représentant près de 60% de la production mondiale) sera maintenu jusqu'à la fin de 2018. Si la perspective d'une offre mondiale « sous contrôle », conjuguée à un environnement conjoncturel de plus en plus porteur, se traduit inévitablement par des tensions haussières sur les cours, ces dernières sont néanmoins modérées par les nouvelles en provenance des États-Unis, qui font état d'une croissance débridée de la production américaine d'or noir, désormais proche de son record historique de 1974.

■ Le cours des matières premières

Unité : indice GSCI, fin de mois (panier de matières premières 100 = 1970)



Source : Goldman Sachs via Feri, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le cours du pétrole brut « Brent » (Rotterdam)

Unité : prix en dollars us / baril Pays-Bas



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

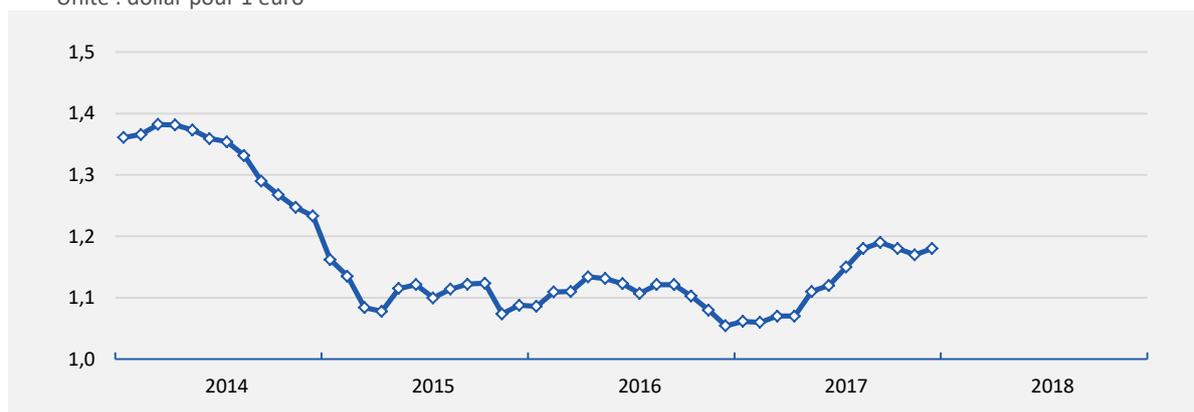
L'euro au plus haut depuis plus de 3 ans

L'euro s'est apprécié de 4% vis-à-vis du dollar au cours des deux derniers mois et de 14% depuis mai 2017. En moyenne, en janvier, la devise européenne s'est échangée contre 1,22 dollar, à comparer avec un taux de change de 1,07 en avril 2017. L'euro n'avait pas été aussi fort vis-à-vis du dollar depuis plus de 3 ans.

Les politiques monétaires menées des deux côtés de l'Atlantique militent a priori pour une appréciation du dollar vis-à-vis de la devise européenne, car le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro continuera de s'élargir au cours des prochains mois. Cependant, si la remontée graduelle des taux directeurs de la Réserve fédérale et le maintien d'une politique monétaire expansionniste dans la zone euro jusqu'à la fin de cette année sont bien ancrés dans les anticipations des marchés, ces derniers sont en revanche très sensibles aux événements qui pourraient remettre en cause ce scénario. Ainsi, les signaux d'une reprise solide en Europe et d'un cycle d'expansion proche de la fin aux États-Unis se sont traduits par une forte appréciation de l'euro depuis le printemps 2017.

■ Le cours euro / dollar

Unité : dollar pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le cours euro / livre sterling

Unité : livre sterling pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2017

■ Le cours euro / yen

Unité : yen pour 1 euro



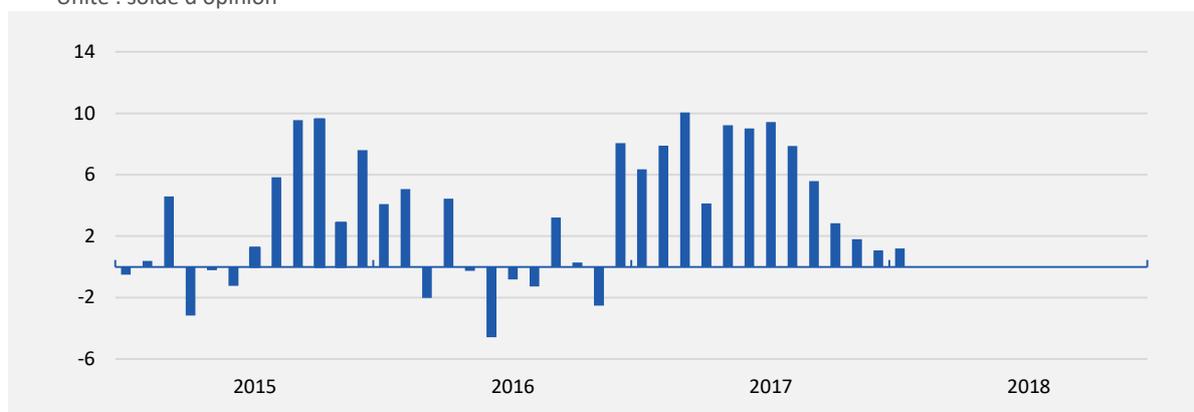
Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2017

Trésorerie : stabilisation

L'opinion des trésoriers des grandes entreprises et des ETI s'est stabilisée (à un niveau proche de l'équilibre) après six mois de dégradation. Parmi les facteurs négatifs, l'évolution des prix des matières premières (métaux, pétrole) pèse sur les trésoreries et à un degré moindre les évolutions de change. La recherche de financement est toujours jugée aisée, mais le solde s'érode depuis quatre mois. Dans un environnement de taux d'intérêt nominaux toujours très bas (l'Euribor 3 mois, négatif, reste collé à son plancher), la détention de cash reste une fois de plus ultra-privilégiée sur les autres placements.

■ La trésorerie d'exploitation des grands groupes

Unité : solde d'opinion



Source : AFTE, dernière donnée disponible 01/2018

■ Les critères d'octroi des crédits aux entreprises

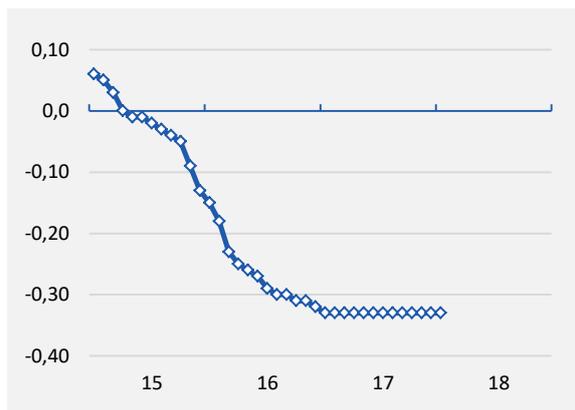
Unité : solde d'opinion des banques



Source : BDF, dernière donnée disponible 12/2017

■ Les taux d'intérêt à 3 mois (Euribor)

Unité : taux en %



Source : Euribor EBF, dernière donnée disponible 01/2018

FRANCE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018



| | |
|--|-----------|
| 2.1. LES INDICATEURS CLÉS | 22 |
| Le PIB | 22 |
| La consommation des ménages | 23 |
| Le pouvoir d'achat des ménages | 24 |
| Le taux de chômage | 25 |
| L'inflation | 26 |
| L'investissement des entreprises | 27 |
| Le commerce extérieur de la France | 28 |
| Le cours euro / dollar | 29 |
| 2.2. LES INDICATEURS OPÉRATIONNELS | 30 |
| Le cours du pétrole | 30 |
| Les cours des métaux | 31 |
| Les cours des matières premières agricoles | 32 |
| 2.3. LES ÉCLAIRAGES SECTORIELS | 33 |
| L'industrie manufacturière | 33 |
| Les industries alimentaires | 34 |
| L'industrie automobile | 35 |
| Le commerce de détail | 36 |
| La production du BTP | 37 |
| Les transports et l'entreposage | 38 |
| L'hébergement et la restauration | 39 |

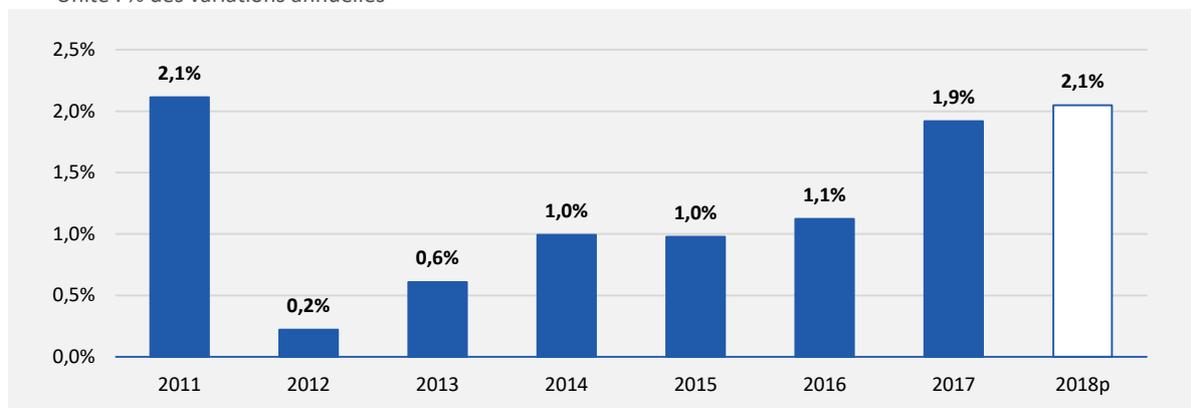
Plus de 2% de croissance en 2018

L'économie française confirme sa meilleure forme. D'abord, la croissance est de retour depuis plus d'un an et elle évolue autour de 2% en rythme annualisé. Enquête après enquête, l'image renvoyée est celle d'une activité robuste dans la quasi-totalité des branches, industrie en tête. Autre point d'optimisme, la zone euro va elle aussi beaucoup mieux : l'Allemagne, l'Espagne et même l'Italie ont des trajectoires haussières marquées et la synchronisation des zones et des secteurs auto-renforce la dynamique en cours.

Conséquence d'une croissance robuste, les créations d'emplois sont de retour. L'accélération des effectifs salariés est impressionnante depuis 2015 avec plus de 600 000 créations nettes et la barre des 25 millions de salariés est franchie, record historique. De bons résultats qui au départ sont intervenus dans un contexte de croissance assez faible, avec un PIB en hausse de 1% seulement en 2015 et d'un petit 1,1% en 2016. Preuve que durant cette période la croissance s'est enrichie en emplois, grâce notamment à des mesures telles que le CICE, les dispositifs d'allègement du coût du travail du Pacte de responsabilité et de solidarité, ou bien encore la prime à l'embauche pour les PME. Alors certes, il va falloir passer le cap en 2018 de l'arrêt de certains de ces dispositifs, de la réduction des emplois aidés ou d'un CICE désormais à son rythme de croisière et dont l'effet « booster » sur l'emploi s'essouffle. Mais la machine est relancée au moment même où la croissance se renforce. C'est la clé de voûte de notre scénario car l'emploi sera le principal soutien du pouvoir d'achat pour permettre à la consommation d'accélérer. Une demande en accélération à l'intérieur, une bonne dynamique à l'extérieur (la contribution du commerce extérieur sera moins négative, grâce à l'accélération des exportations), des capacités de production fortement sollicitées, des conditions de financement toujours excellentes : tous les clignotants seront au vert pour consolider le cycle d'investissement en cours et pousser ainsi la croissance au-delà du seuil symbolique des 2%.

■ Le PIB de la France

Unité : % des variations annuelles



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

■ Le scénario macro-économique pour la France à l'horizon 2018

Unité : % des variations annuelles

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 (p) |
|------------------------|-------|------|------|-------------|
| PIB | 1,0% | 1,1% | 1,9% | 2,1% |
| Consommation | 1,4% | 2,1% | 1,3% | 1,9% |
| Conso. publique | 1,1% | 1,2% | 1,5% | 1,5% |
| Investissement | 0,9% | 2,7% | 3,7% | 4,0% |
| Construction | -1,3% | 1,0% | 3,2% | 3,1% |
| Équipement | 3,8% | 6,0% | 2,1% | 5,7% |
| Importation | 5,5% | 4,2% | 4,3% | 5,8% |
| Exportations | 4,0% | 1,9% | 3,5% | 6,0% |

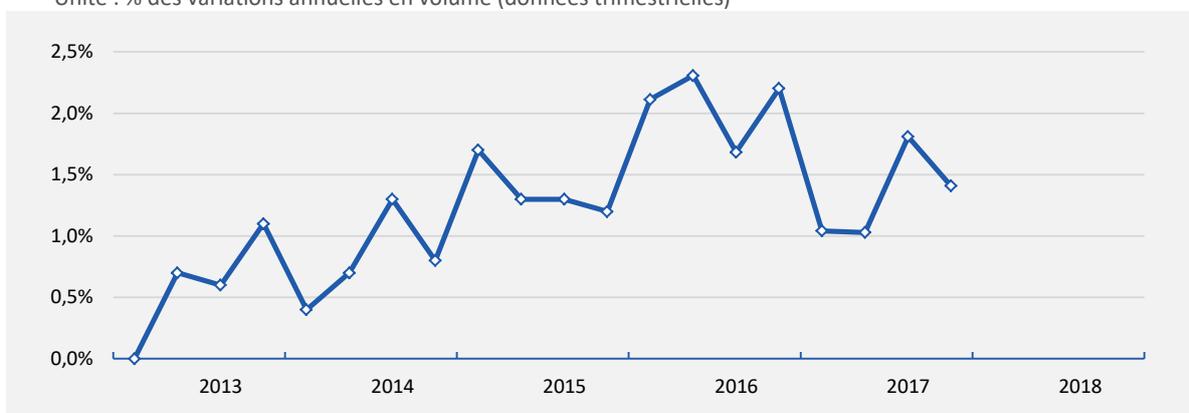
Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Xerfi

Accélération en 2018

Confiance en l'avenir (même si la bulle d'optimisme post-présidentielle s'est rapidement dégonflée), pouvoir d'achat alimenté par les créations d'emplois, Jeux olympiques d'hiver en Corée suivis de la Coupe du monde de football en Russie (événements qui vont notamment avoir un effet euphorisant sur les dépenses des ménages en matériels audiovisuels), retombées sur les achats de biens d'équipement et d'aménagement de l'habitat des ventes records dans l'immobilier : les arguments ne manquent pas pour anticiper une hausse de la consommation des ménages cette année. Au total, la consommation des ménages suivrait avec un biais positif celle du pouvoir d'achat, en hausse de 1,9%.

■ La consommation des ménages

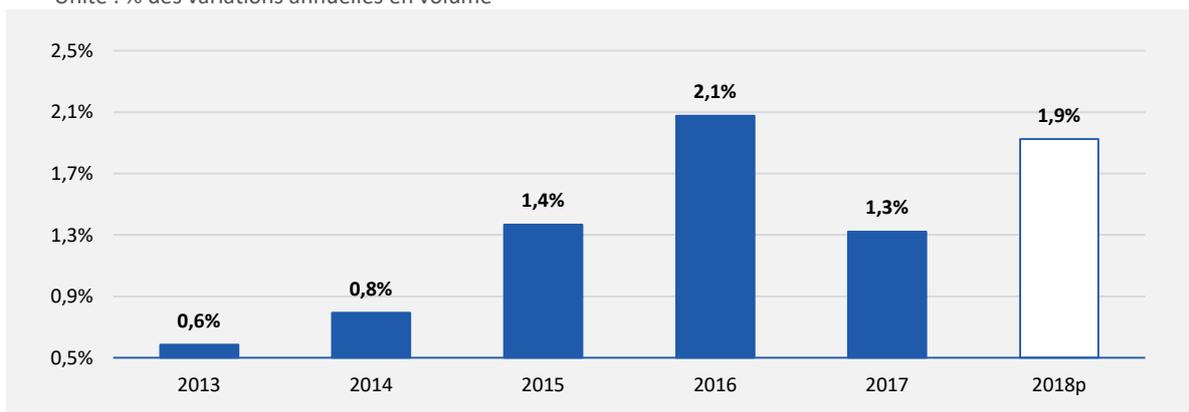
Unité : % des variations annuelles en volume (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T4 2017

■ La consommation des ménages

Unité : % des variations annuelles en volume



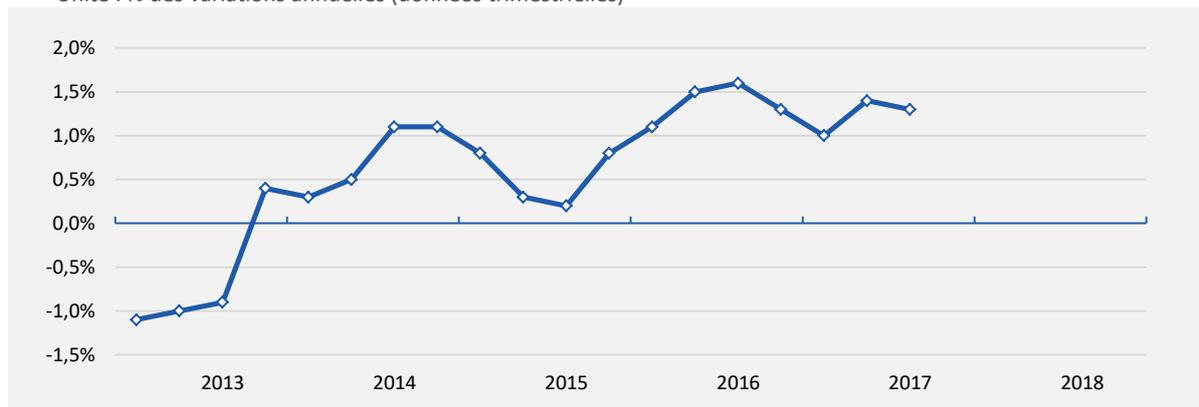
Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

1,5% de hausse anticipée pour 2018

L'analyse du détail des composants du pouvoir d'achat montre une masse salariale en accélération, en lien avec la forte hausse des créations nettes d'emplois. Cela devrait être suffisant pour enclencher une nouvelle progression du revenu réel. Le mouvement devrait se poursuivre en 2018 : hausse de l'emploi, revalorisations salariales plus importantes (sans emballement) joueront de concert. Il ne faut pas pour autant s'attendre à une brutale accélération. D'abord, même si elle est limitée, la hausse des prix viendra mordre sur les revenus. Enfin, le calendrier des mesures « en faveur du pouvoir d'achat » décidé par le gouvernement va avoir des effets ambigus. Le montant de 5,5 milliards d'euros de baisse nette d'impôts annoncé par le gouvernement est un chiffre en année pleine et se trouve surévalué par rapport à un calcul en moyenne sur l'année. Parmi les autres hypothèses retenues par l'exécutif, une forte chute de la consommation de tabac en raison de l'alourdissement de sa fiscalité, ce qui limiterait la facture finale pour les consommateurs. L'INSEE qui estime l'impact de ses mesures à comportements inchangés et en moyenne sur l'année aboutit à une hausse nette des prélèvements obligatoires de 45 milliards d'euros, l'équivalent de 0,3 point de pouvoir d'achat en moins. L'OFCE, qui raisonne aussi en moyenne annuelle mais avec des ménages qui adaptent leur consommation, estime l'impact de ses mesures à une perte de 0,1 point de pouvoir d'achat.

■ Pouvoir d'achat des ménages (par unité de consommation)

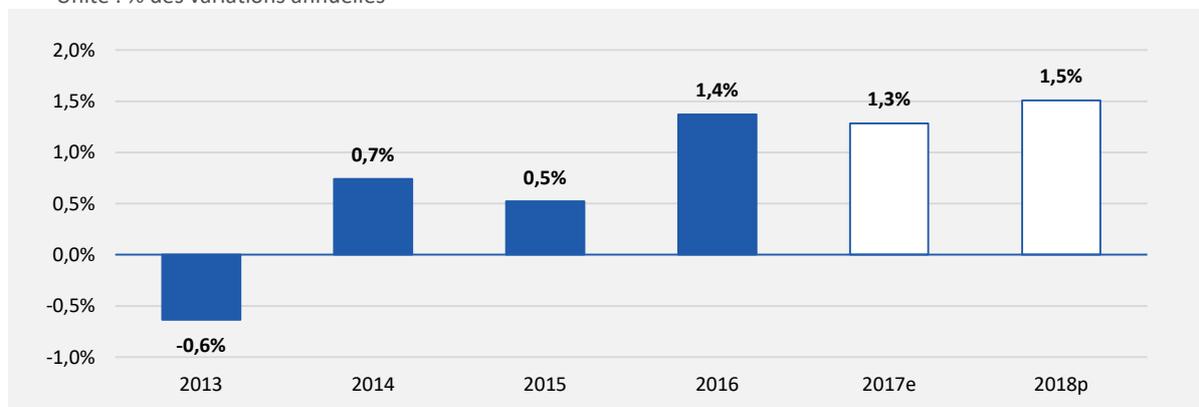
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T3 2017

■ Pouvoir d'achat des ménages (par unité de consommation)

Unité : % des variations annuelles



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

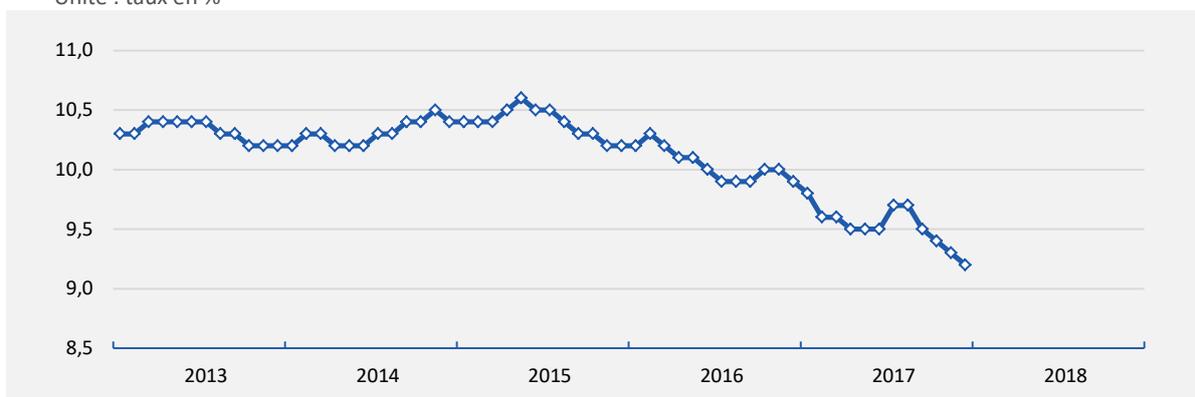
Créations d'emplois : un peu moins dynamiques en 2018

Au cours des trois premiers trimestres l'emploi salarié (privé et public) a augmenté de 211 000 postes. Signe de l'enracinement de la reprise de l'emploi, cela fait maintenant 12 trimestres de hausse consécutifs pour un total de 637 000 créations nettes depuis l'été 2014. Autre bonne nouvelle, ce sont bien les entreprises, c'est-à-dire le secteur privé, qui sont au cœur de cette nouvelle dynamique et qui ont pris le relais d'un emploi public, depuis peu en baisse, après avoir fait son office pendant la crise. Toutefois, maintenant que certaines aides ont été débranchées, les créations d'emplois dans le privé vont ralentir mais à partir d'un niveau élevé.

Des emplois oui, mais quels types d'emplois ? Beaucoup d'intérimaires d'abord, plus de 700.000, un record historique. L'intérim c'est peut-être moins de 3% de l'emploi salarié en France, mais il explique à lui seul près du tiers des emplois créés depuis la reprise. Beaucoup de temps partiels aussi : près de 19% des personnes en emploi travaillent à temps partiel, ce qui témoigne d'un plus fort contenu en emplois morcelés. Un temps partiel plus subi que choisi. Les statistiques d'embauche de l'ACOSS apportent également un éclairage intéressant. Elles indiquent que les embauches se sont stabilisées à un niveau qui présage un prolongement du mouvement de hausse de l'emploi hors intérim. Surtout, le CDI fait son grand retour. Précédemment portées par les formes les précaires, les créations d'emplois entrent dans une nouvelle phase plus robuste. Ce bon signal peut être en partie contrarié par les évolutions naturelles de la population active, en hausse elle aussi, ainsi que par le retour sur le marché du travail de personnes découragées jusque-là, en raison d'un chômage endémique et par définition hors des statistiques du chômage. Cela explique en partie la lenteur de la décrue du taux de chômage.

■ Le taux de chômage

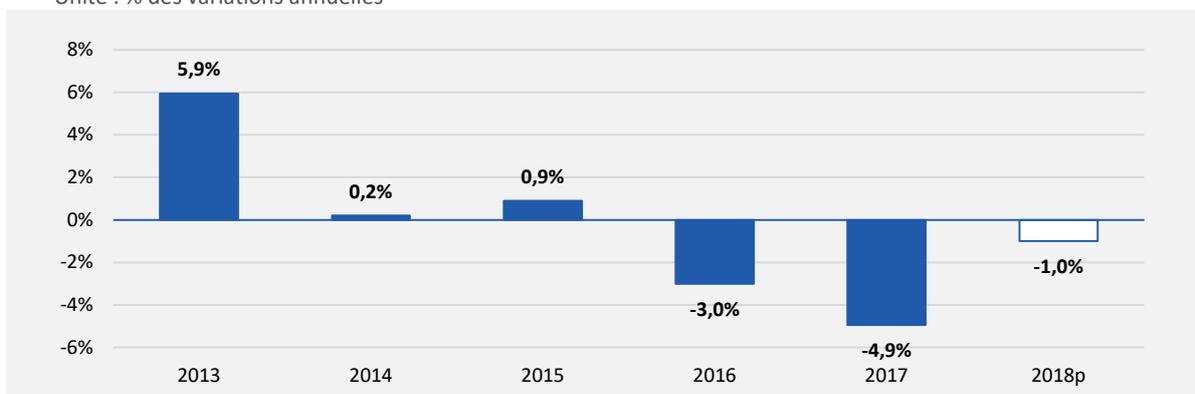
Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le nombre de chômeurs

Unité : % des variations annuelles



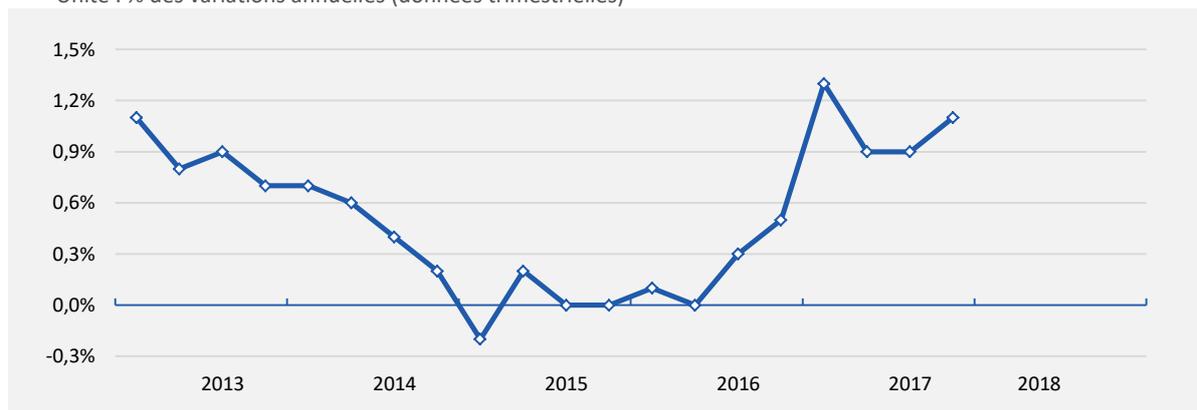
Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Eurostat

Retour timide de l'inflation

La désinflation prononcée entre la mi-2014 et la mi-2016 (la hausse des prix n'excédant jamais plus de 0,4% pour tomber même, par période, en territoire négatif) reflète pour l'essentiel la trajectoire des cours du pétrole en euros, divisés par deux. Leur remontée a donc naturellement renversé la tendance et positionné l'inflation sur un rythme proche de 1,5%, au plus haut depuis l'été 2013. Ce retour de la hausse des prix ne reflète néanmoins pas le retour de tensions inflationnistes *stricto sensu* comme le montre l'évolution de l'inflation sous-jacente (l'indice des prix hors éléments volatils comme les prix de l'énergie, des produits alimentaires frais ou des produits administrés comme le tabac), coincée autour de 0,5%. Tant qu'aucune boucle prix-salaire ne s'enclenche, la trajectoire de l'inflation traduira d'abord l'évolution des prix de l'énergie, donc principalement du pétrole. Les pays de l'OPEP, la Russie et même les États-Unis désormais ont intérêt à faire remonter le cours du pétrole. L'économie américaine a en effet tout à gagner d'un prix élevé du baril, compte tenu des effets d'entraînement du secteur pétrolier sur celui de l'énergie et ses retombés sur l'investissement. Cette convergence d'intérêt laisse entrevoir une nouvelle année de forte hausse avec ses conséquences en cascade sur l'inflation et avec en outre, en fin de période, une légère accélération des salaires en rapport avec une l'amélioration plus franche du marché du travail.

■ L'inflation

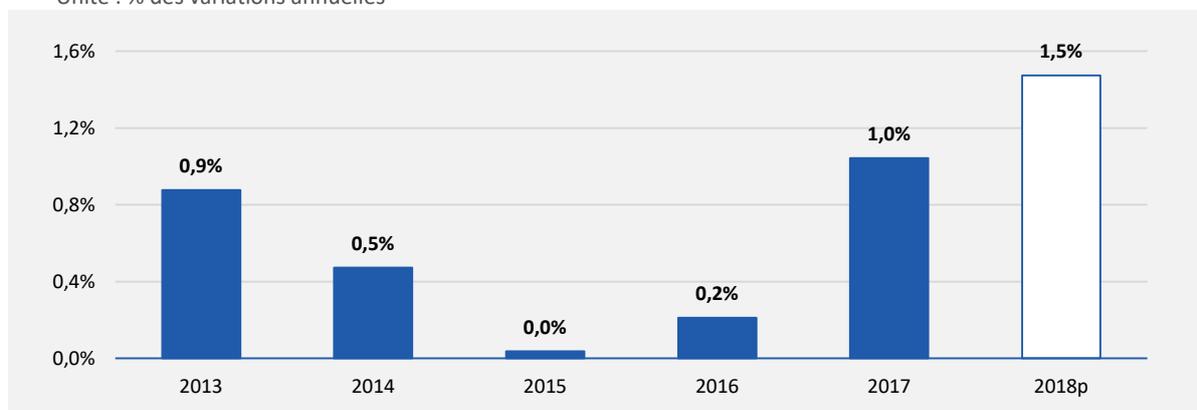
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T4 2017

■ L'inflation

Unité : % des variations annuelles



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

Croissance robuste pour l'investissement

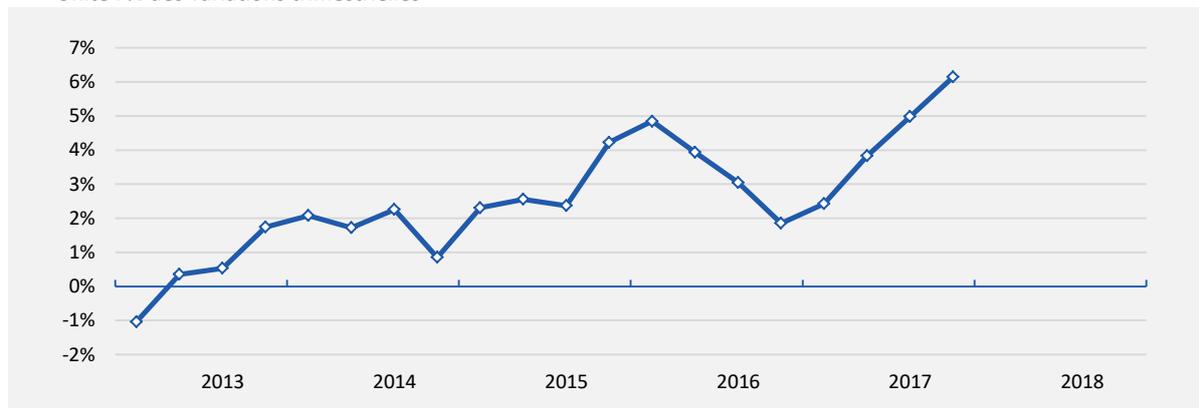
Une nouvelle dynamique s'est mise en place et elle est solide. Il fallait certes relativiser le très bon chiffre du début de l'année, car il y avait une dose de dépenses anticipées liée à la fin programmée du suramortissement qui ont fait bondir les achats de biens d'équipement avant qu'ils ne décrochent. Cela donne un profil un peu heurté.

Quoi qu'il en soit, la tendance de fond est bonne et la dynamique devrait persister tout au long de 2018, les principaux déterminants des dépenses en machines et équipements restants bien orientés :

- le taux d'utilisation des capacités de production va continuer de se redresser sous le double impact du regain des demandes domestique et étrangère (principalement européenne) ;
- après une pause, l'amélioration des marges des entreprises devrait se poursuivre. Certes, elles ne sont pas encore revenues à leur niveau d'avant crise mais le CICE a permis de rééquilibrer la situation. À cela s'ajoutent des hausses de prix qui passent un peu mieux dans l'industrie, des trésoreries abondantes et le cash accumulé ces dernières années dans les grandes entreprises ;
- les conditions de financement resteront aisées et favorables (les taux d'intérêt demeureront bas).

■ Investissement des entreprises

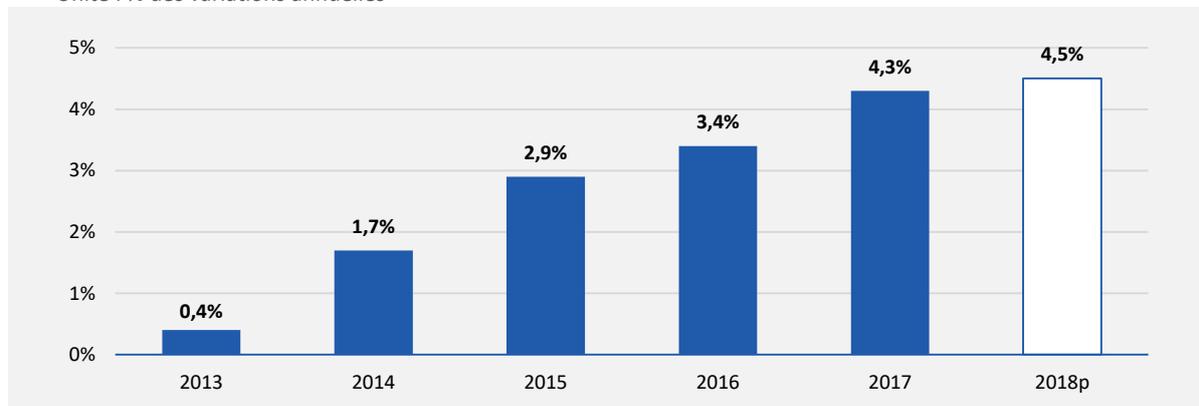
Unité : % des variations trimestrielles



Source : Insee, dernière donnée disponible T4 2017

■ Investissement des entreprises

Unité : % des variations annuelles



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

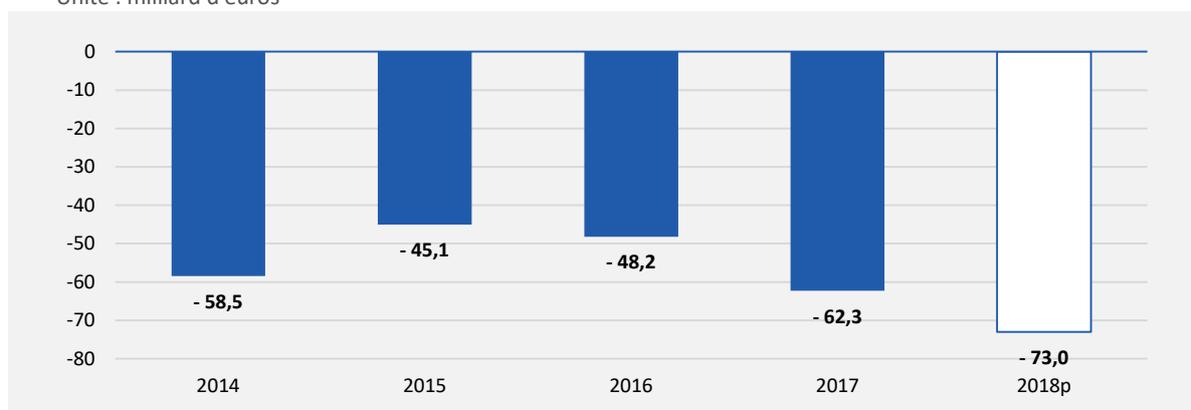
Vers une nouvelle dégradation du déficit commercial français en 2018

Le déficit commercial de la France s'est nettement creusé en 2017, dépassant les 62 milliards d'euros (soit 14 de plus qu'en 2016). Cette dégradation a deux composantes : d'une part, la facture énergétique s'est alourdie de 7,5 milliards, sous l'effet d'un cours du pétrole qui s'est renchéri d'environ un quart par rapport à sa moyenne de 2016. D'autre part, la reprise de la consommation des ménages et des investissements des entreprises s'est traduite par une forte accélération des importations de biens de consommation et d'équipements. Ainsi, le déficit de l'industrie manufacturière s'est accru de 5,3 milliards hors pétrole raffiné, confirmant une tendance désormais structurelle depuis le milieu des années 2000. Les excédents commerciaux de la France sont de plus en plus concentrés autour de l'aérospatial (17,4 milliards d'excédents en 2017), des parfums et cosmétiques et des boissons (10 milliards chacun), tandis que de plus en plus de secteurs sont en situation de déficit, de l'automobile à la plasturgie, en passant par les meubles, le bois-papier, le textile-habillement, les produits électroniques, les équipements industriels, ou encore l'industrie agroalimentaire hors boissons et produits laitiers.

Nous attendons une nouvelle dégradation de la balance commerciale française en 2018, avec un déficit qui devrait approcher le record négatif de 2011 (près de 75 milliards d'euros). Du côté de l'industrie, les importations continueront de progresser plus vite que les exportations, tandis que la facture énergétique sera encore plus salée qu'en 2017. En effet, même si notre scénario de base table sur une remontée modérée et graduelle du cours du Brent d'ici la mi-2018, cela se traduira par un renchérissement du pétrole de plus de 20% en 2018 par rapport à son cours moyen de l'année dernière.

■ Le solde commercial de la France

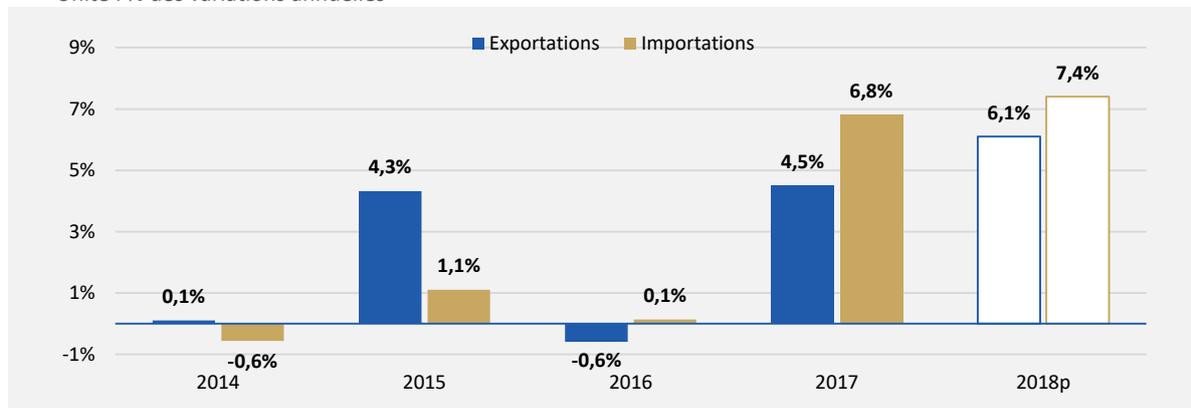
Unité : milliard d'euros



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

■ Les exportations et importations de la France

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

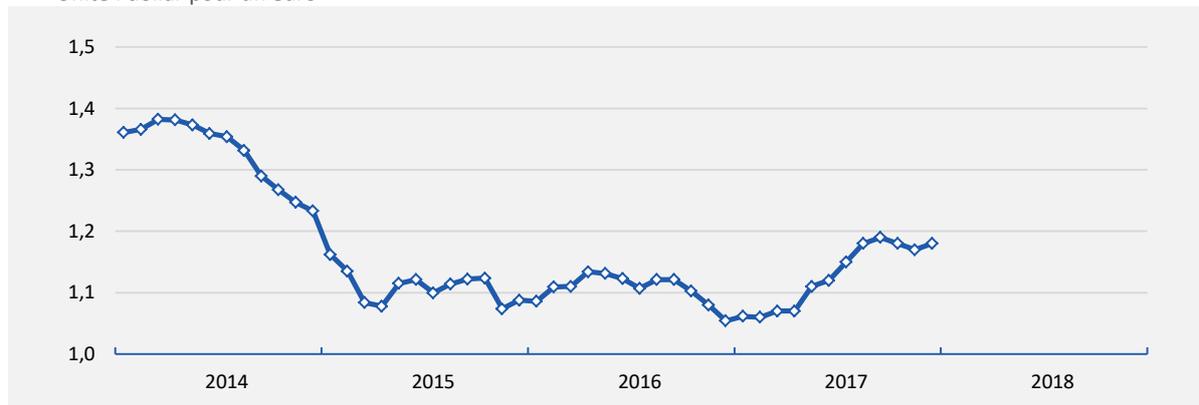
Le taux de change euro-dollar vers une « nouvelle norme » autour de 1,20 dollar pour un euro

Après avoir marqué une pause l'automne dernier, le mouvement d'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar s'est remis en marche en janvier. En moyenne sur ce dernier mois, l'euro s'est échangé contre 1,22 dollar, un point haut pour la devise européenne depuis plus de trois ans. Depuis l'été 2017, l'euro s'est apprécié de 15% par rapport au billet vert. Le taux de change entre les deux devises est ainsi sorti de la bande étroite (1,05/1,15) au sein de laquelle il avait évolué depuis 2015. Cette longue période d'euro faible s'est caractérisée par une volatilité très modérée du taux de change euro-dollar, comparée aux périodes précédentes. C'était une véritable « norme » validée par le consensus des principaux banquiers centraux lors de leur traditionnel rendez-vous estival de Jackson Hole aux États-Unis, en août 2014. Une norme qui avait pour objectif de faire sortir la zone euro de la déflation en relançant sa compétitivité extérieure.

Il est encore tôt pour affirmer que la remontée récente de la devise européenne la propulsera vers un taux de change vis-à-vis du dollar durablement plus cher que celui de ces dernières années, même s'il faut rappeler que les cycles de change, lorsqu'ils sont entamés, s'arrêtent rarement à mi-chemin. Nous tablons sur une appréciation modérée de l'euro en 2018, par rapport à la moyenne de l'année dernière. Cela sera synonyme d'une baisse des prix des importations (et donc de désinflation importée pour la zone euro), ainsi que de moindre compétitivité pour nos exportations.

■ Le cours euro / dollar

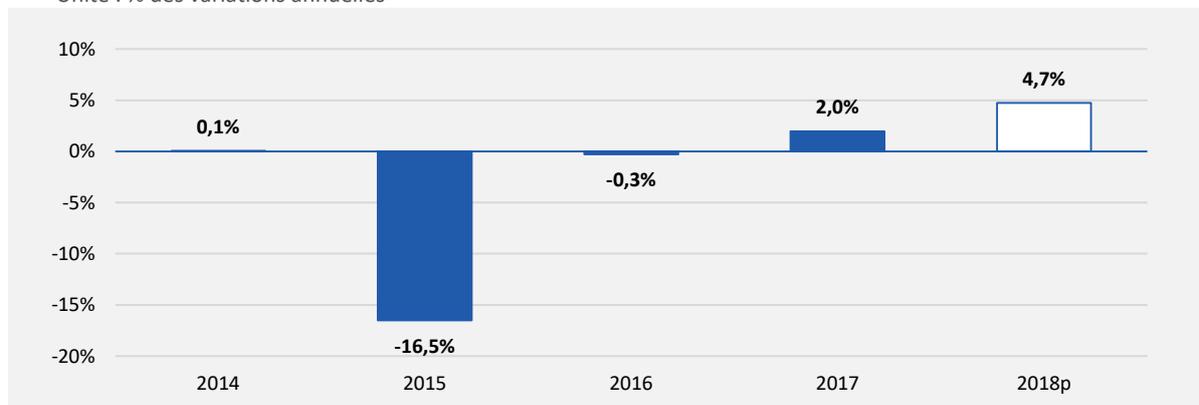
Unité : dollar pour un euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ Le cours euro / dollar

Unité : % des variations annuelles



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

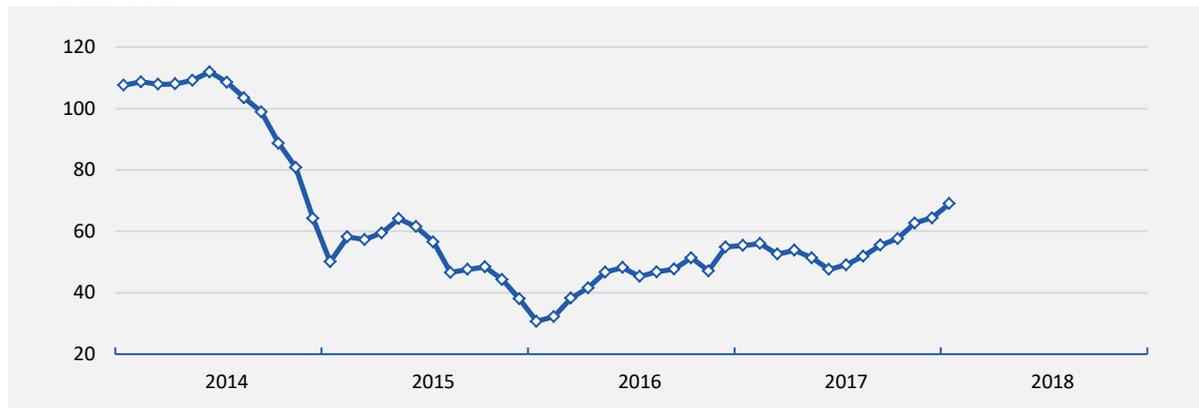
Le cours du Brent devrait se stabiliser au-dessous des 70 dollars en 2018

Les pays de l'OPEP et 10 autres pays producteurs (parmi lesquels la Russie) se sont accordés en 2016 pour réduire leur production en 2017. Le 30 novembre dernier, cet accord a été prolongé jusqu'à la fin de 2018, avec toutefois la possibilité de remanier les quotas de production en juin prochain en cas d'emballement des prix (cette clause a été introduite à la demande de la Russie, dont la production a déjà reculé de 3% par rapport au pic atteint à la fin de 2016).

Le renouvellement de cet accord de restriction d'une partie de l'offre mondiale ne suffira pas à mettre le feu aux poudres. En effet, les quotas de production n'ont pas été respectés par tous les pays signataires l'année dernière et l'accord demeure instable aujourd'hui. La faiblesse de tout cartel de prix réside dans le fait que chaque participant à intérêt, individuellement, à ne pas respecter son quota d'*output*, pour profiter davantage de la remontée des prix en laissant filer sa propre production. En outre, l'OPEP ne représente plus que 40% de la production mondiale et la production américaine (un gros dixième de la production mondiale) a quant à elle progressé de 20% depuis son point bas de fin juillet 2016, menaçant de faire tomber un record historique vieux de 44 ans. Dans ce contexte, nous prévoyons une stabilisation du cours du Brent au-dessous des 70 dollars en 2018. En termes de moyennes annuelles, ce scénario de stabilisation implique néanmoins un renchérissement du pétrole d'environ 20% en 2018, par rapport au cours moyen de 2017, avec un impact non négligeable sur l'inflation et la facture énergétique de la France.

■ Le cours du pétrole brut « Brent » (Rotterdam)

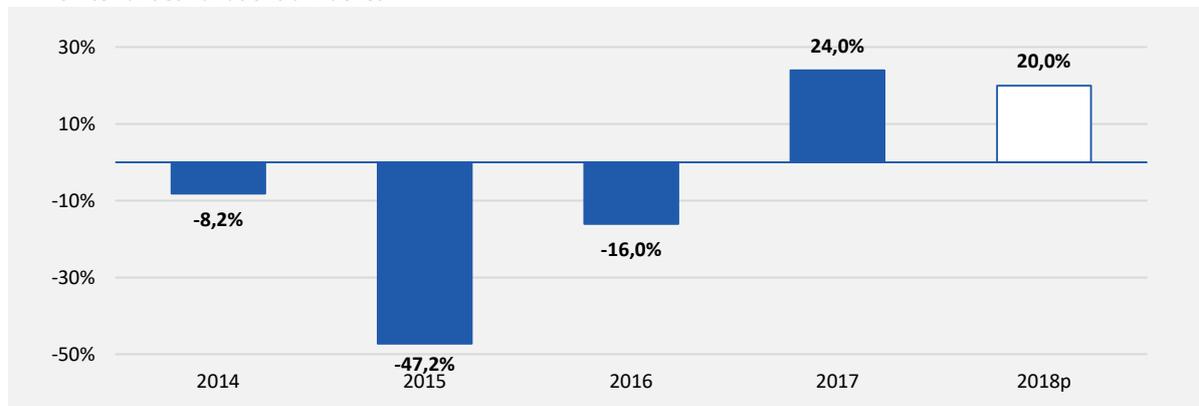
Unité : dollar



Source : Insee, dernière donnée disponible 01/2018

■ Le cours du pétrole brut « Brent » (Rotterdam)

Unité : % des variations annuelles



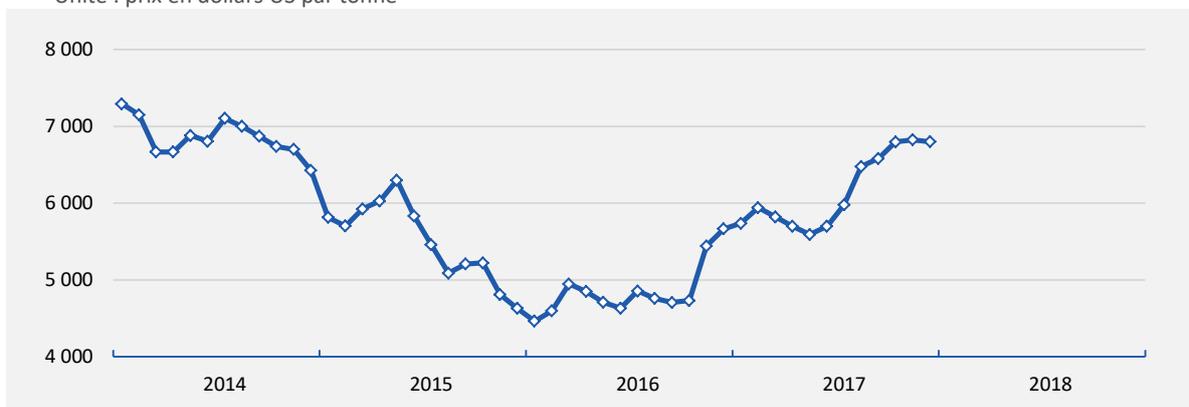
Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

Vers des nouvelles hausses de cours en 2018

Après une longue période de baisse (2012-2015), les cours des métaux affichent une tendance globalement haussière depuis 2016, avec notamment une dernière forte hausse entamée au début de l'été 2017. Des baisses de la production minière ou des stocks mondiaux ont concerné tous les principaux métaux industriels en 2016. C'était le cas pour le zinc (fermeture de mines en Australie, Chine, Inde et Pérou), le nickel (politiques environnementales plus restrictives aux Philippines) ou encore l'aluminium et l'acier (recul programmé de la production chinoise). Cette érosion des capacités de production mondiales, qui était la conséquence d'une baisse durable des cours les trois années précédentes, constitue aujourd'hui le principal facteur de hausse de prix, à l'heure de la reprise de la demande mondiale. Ainsi nous prévoyons des nouvelles hausses de prix à deux chiffres pour les principaux métaux en 2018 (à l'exception du minerai de fer qui devrait afficher une hausse de moins de 10%), après les fortes revalorisations observées l'année dernière. Malgré cette flambée, seul le cours du zinc devrait atteindre un nouveau record historique en 2018, tandis que les autres métaux resteront bien en deçà des pics atteints en 2011.

■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ Les cours des principaux métaux

Unité : dollars / tonne

| | 2015 | 2016 | 2017 (e) | 2018 (p) |
|-----------|----------|---------|----------|----------|
| Acier | 460,1 | 492,9 | 612,7 | 678,5 |
| Cuivre | 5 501,1 | 4 862,8 | 6 162,4 | 7 208,6 |
| Fer | 55,9 | 58,4 | 71,8 | 77,2 |
| Zinc | 1 935,3 | 2 092,3 | 2 892,4 | 3 376,9 |
| Nickel | 11 827,7 | 9 591,0 | 10 399,2 | 11 642,6 |
| Aluminium | 1 662,5 | 1 603,4 | 1 967,3 | 2 224,1 |

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

■ Les cours des principaux métaux

Unité : % des variations annuelles

| | 2015 | 2016 | 2017 (e) | 2018 (p) |
|-----------|--------|--------|----------|----------|
| Acier | -27,4% | 7,1% | 24,3% | 10,7% |
| Cuivre | -19,8% | -11,6% | 26,7% | 17,0% |
| Fer | -42,4% | 4,6% | 22,8% | 7,6% |
| Zinc | -10,5% | 8,1% | 38,2% | 16,8% |
| Nickel | -29,9% | -18,9% | 8,4% | 12,0% |
| Aluminium | -10,9% | -3,6% | 22,7% | 13,1% |

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

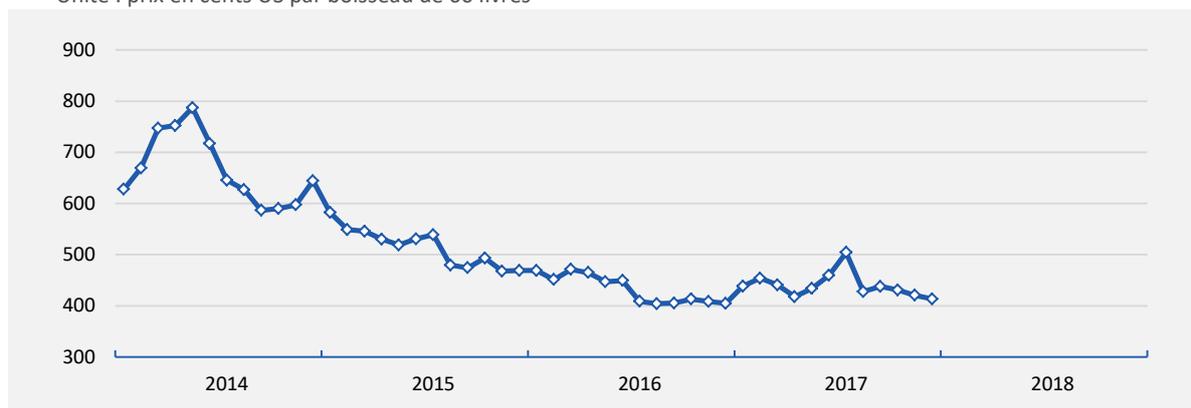
La tendance de fond reste à la modération des cours agricoles

L'indice synthétique GSCI des matières premières agricoles a fortement progressé entre fin juin et début juillet, mais cette hausse a été totalement effacée au cours des deux mois suivants, en raison notamment d'une campagne 2017/2018 excellente, notamment en ce qui concerne les céréales.

Au-delà des aléas climatiques qui sont à l'origine de la traditionnelle volatilité des cours agricoles, la tendance de fond reste à la modération. L'indice GSCI agricole a été pratiquement divisé par deux par rapport à son dernier point haut, atteint en juillet 2012 et la chute a été généralisée. La faiblesse du cours du pétrole a joué un rôle important dans le recul des prix agricoles, *via* la baisse des coûts des carburants (plus de 10% des coûts de production dans l'agriculture) et des fertilisants, ainsi qu'à travers une influence négative sur les prix du bioéthanol. Dans un contexte d'excès de production importants, les cours du cacao et du sucre ont baissé de plus de 10% en 2017, par rapport à l'année précédente, tandis que ceux des principales céréales ont peu évolué, tout en restant bien en deçà des niveaux record atteints en 2011-2012. Sur l'année 2018, nous ne prévoyons pas de rebond marqué pour les principales matières premières agricoles.

■ Le cours du blé (Chicago)

Unité : prix en cents US par boisseau de 60 livres



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ Les cours des principales matières premières agricoles

Unité : % des variations annuelles

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 (p) |
|--------------|--------|--------|--------|--------------|
| Blé | -22,7% | -15,9% | 1,6% | -3,6% |
| Maïs | -9,4% | -4,9% | 0,3% | -1,2% |
| Soja | -24,4% | 3,9% | -2,5% | 0,8% |
| Sucre | -19,6% | 38,4% | -13,2% | -3,8% |
| Cacao | 2,8% | -7,7% | -29,7% | 2,5% |
| Café | -25,2% | 2,5% | -2,2% | -4,1% |

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

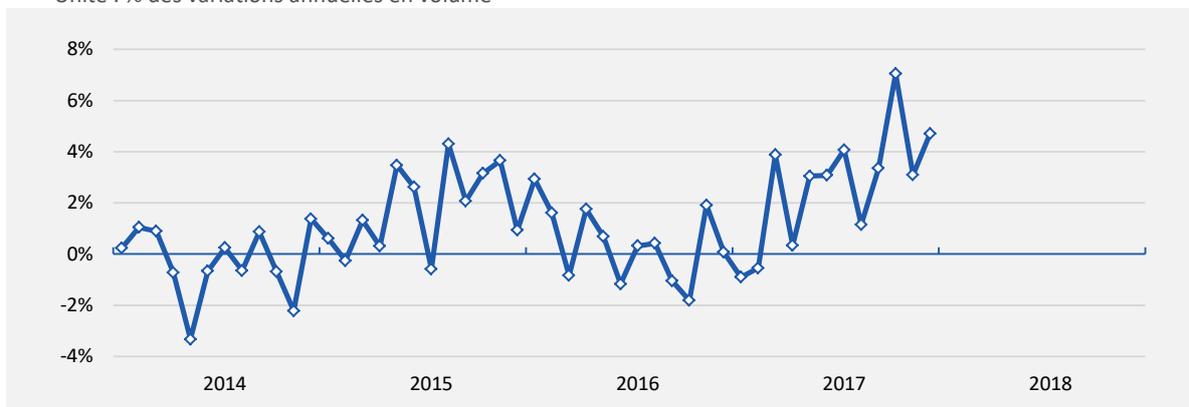
Le rebond de l'industrie se poursuivra en 2018

La production manufacturière a amplement confirmé son redressement en 2017 (+2,7%). Le premier trimestre a été relativement difficile, mais l'activité a nettement accéléré ensuite. La conjoncture a été très favorable, avec un maintien à bas niveau des taux d'intérêt, des cours du pétrole encore modérés et une accélération de la consommation en France comme en Europe. Dans ce contexte, la vigueur retrouvée du BTP, la hausse des cadences de production d'Airbus et la croissance solide de l'industrie automobile ont constitué les principaux moteurs de la croissance de la production manufacturière. Principaux bémols, les industriels français apparaissent à la peine par rapport à la concurrence étrangère, avec un solde manufacturier qui se dégrade nettement, tandis que l'industrie agroalimentaire ne parvient pas à sortir de la crise, avec une croissance nulle en volume en 2017.

En 2018, la croissance de la production manufacturière atteindra près de 3%. Tous les principaux secteurs d'activité seront bien orientés. Le segment des matériels de transport (automobile, aéronautique, etc.) restera nettement au-dessus de 3% de croissance, même si la production d'automobiles atteindra certainement un plateau en cours d'année. La bonne santé du BTP se prolongera, tirant la demande adressée aux plasturgistes, sidérurgistes, cimentiers, etc. De leur côté, les fabricants de biens d'équipements bénéficieront de la hausse des achats des ménages et des investissements des entreprises. Enfin, l'industrie agroalimentaire sera toujours en difficulté, mais devrait renouer avec une légère croissance. Principale ombre au tableau, l'impact de la remontée des cours de l'euro et des matières premières se fera sentir.

■ La production de l'industrie manufacturière

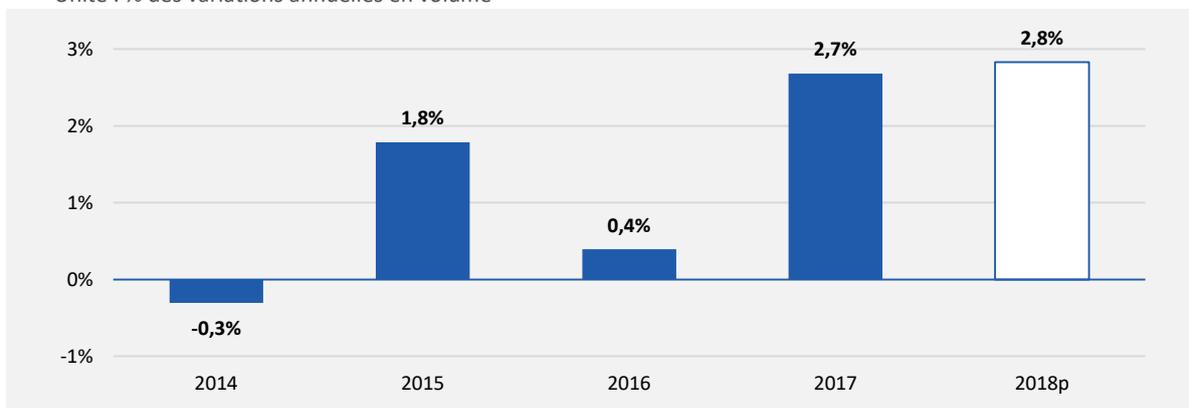
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ La production de l'industrie manufacturière

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

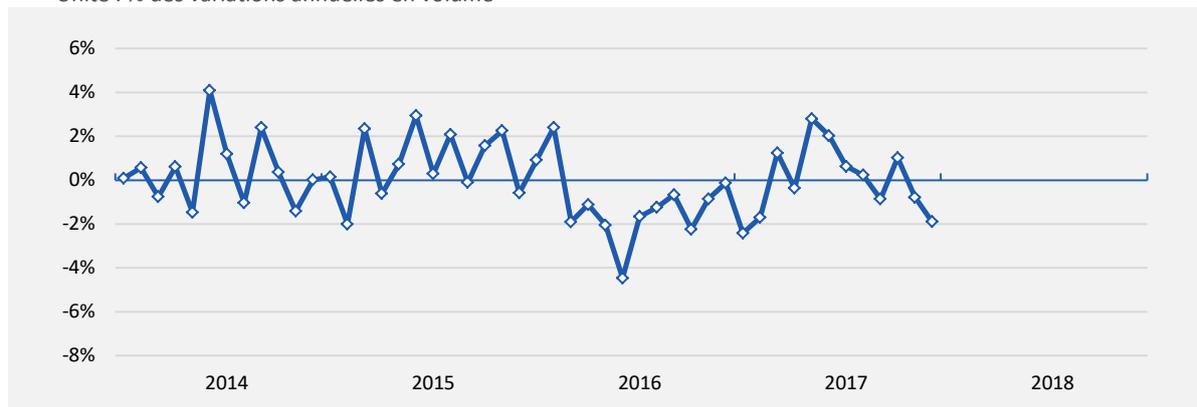
Redressement poussif de la production en 2018

Les industriels français sont confrontés à une concurrence européenne intense et globalement plus compétitive en termes de prix. Malgré un rebond aux T2 et T3, la production a rechuté en fin d'année et 2017 s'est terminée sur une croissance nulle en volume. La stratégie de montée en gamme a pourtant commencé à porter ses fruits, comme le montrent la hausse du chiffre d'affaires (+4% en 2017 après +0,9% en 2016) et le bond des exportations en valeur (+6% après +0,1% en 2016). Mais cela n'a pas suffi à compenser l'impact sur la production en volume du recul de l'activité sur les segments d'entrée de gamme.

La reprise de l'activité en volume dans l'industrie agroalimentaire commencera enfin à se dessiner en 2018 (+0,5%). Les investissements productifs porteront leurs fruits et les fabricants pourront compter sur une demande bien orientée à l'international. En France, la progression (certes timide) du pouvoir d'achat des ménages et l'attrait croissant des consommateurs pour les produits nationaux alimenteront la demande adressée aux opérateurs du secteur. Du côté des boissons, l'activité sera de nouveau bien orientée. Si l'Hexagone a connu en 2017 la pire récolte de vins depuis 1945, les producteurs puiseront dans leurs stocks et le marché ne devrait pas connaître de problèmes d'approvisionnement. La concurrence étrangère restera néanmoins rude sur les vins et champagnes.

■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)

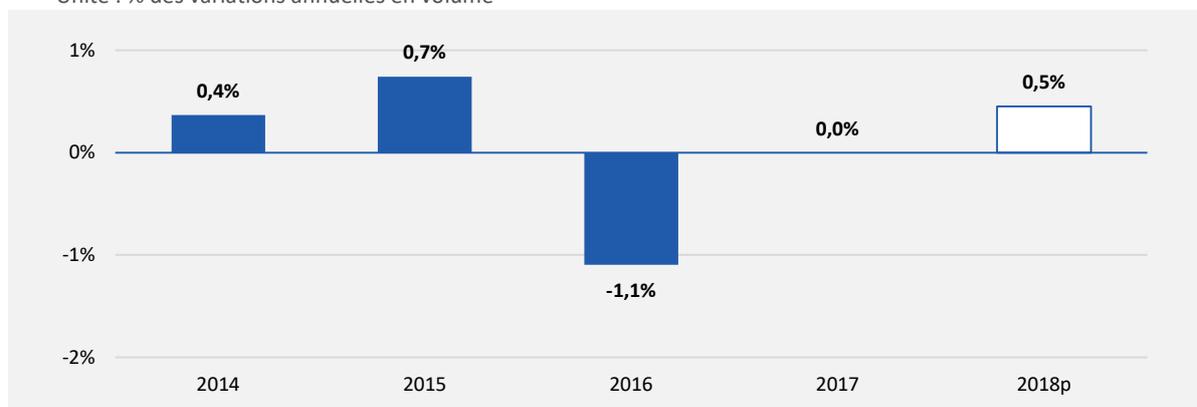
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

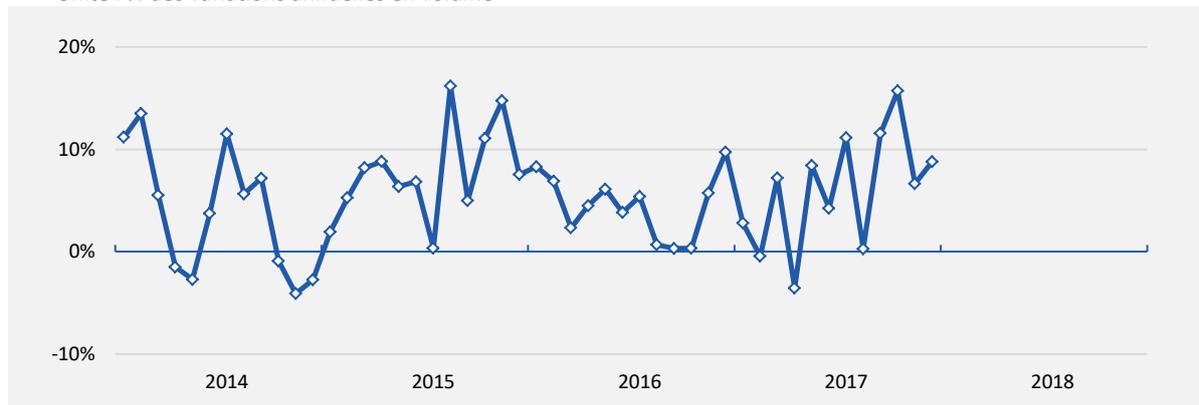
Ralentissement de la croissance en 2018

La production de l'industrie automobile a encore progressé de 6% en 2017. La seule production de véhicules légers a bondi de plus de 8%, à 2,25 millions d'unités. Une performance en grande partie liée aux options stratégiques et aux succès des constructeurs tricolores : montée en puissance de l'assemblage de la Nissan Micra et de la nouvelle Scenic pour Renault, succès de la nouvelle 3008 et relocalisation temporaire des volumes slovènes de la 208 pour PSA. Du côté de la demande, les marchés automobiles européens sont restés en forte croissance, à l'exception du Royaume-Uni qui a lourdement décroché.

La hausse de la production d'automobiles en France atteindra progressivement un plateau en 2018, et la croissance de la fabrication d'équipements ralentira également après une très bonne année 2017, affectée entre autre par les difficultés du diesel. Portée par une conjoncture économique en amélioration en Europe, la hausse des immatriculations de voitures particulières et de véhicules utilitaires sur le continent restera solide, mais à un rythme moins soutenu, les besoins de renouvellement étant moins criants. Autre argument en faveur d'un ralentissement, les volumes de 208 temporairement attribués au site de Poissy en 2017 devraient repartir en Slovaquie. Enfin, le haut de gamme de Renault ne rencontre pas le succès espéré, ce qui pèsera sur l'activité du site de Douai, déjà touché fin 2017 par du chômage partiel. Pour autant, le taux de croissance annuel de la production de l'industrie automobile restera assez élevé (+4%), le simple fait de maintenir la production au niveau de fin 2017 permettant une hausse importante en moyenne annuelle.

■ La production de l'industrie automobile

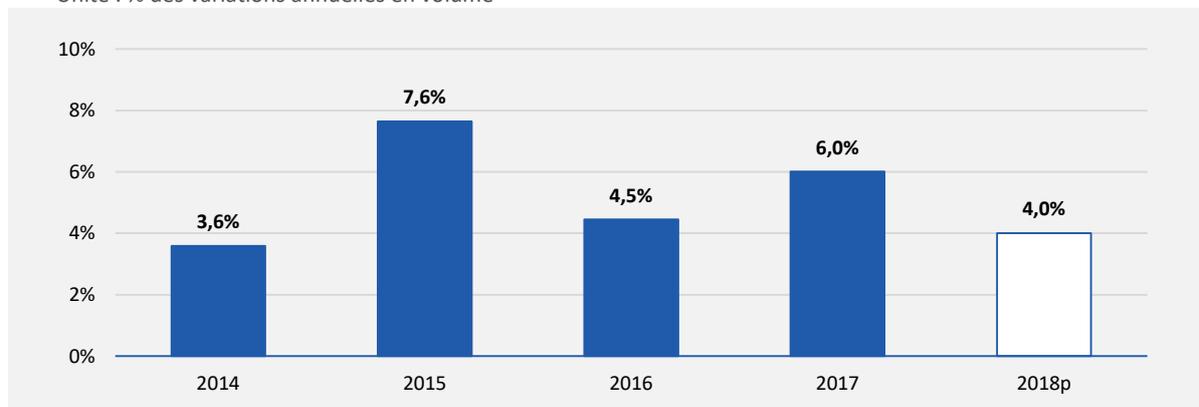
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee , dernière donnée disponible 12/2017

■ La production de l'industrie automobile

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

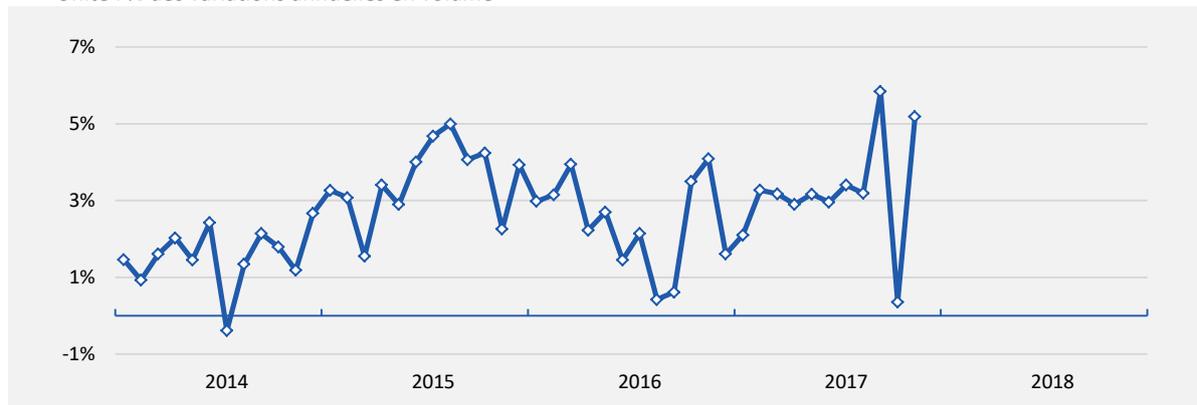
Le commerce toujours sur de bons rails en 2018

Les détaillants ont dû faire face au 1^{er} semestre 2017 à une conjonction de facteurs a priori défavorables (succession de « ponts », phase électorale, remontée de l'inflation, etc.). Mais ces freins ont été contrebalancés par l'amélioration globale du climat économique et la hausse du moral des ménages, qui se sont manifestés par des intentions d'achat en croissance. Le maintien de taux d'intérêt très bas niveau a stimulé le crédit à la consommation et les ménages n'ont pas hésité à piocher dans leur épargne pour réaliser des dépenses engageantes. Les achats en équipements de la maison sont par ailleurs restés bien orientés grâce au dynamisme de la construction neuve. Même l'équipement de la personne a retrouvé des couleurs, avec notamment la première année de croissance pour l'habillement depuis 2007.

Le secteur bénéficiera toujours de vents porteurs en 2018 : la hausse plus franche du pouvoir d'achat, dans un contexte d'embellie du PIB et d'augmentation des salaires, stimulera la consommation des ménages pour les dépenses du quotidien comme pour les catégories de dépenses « arbitrables ». Le dynamisme du BTP continuera de soutenir des pans entiers de l'activité commerciale (bricolage-jardinage, ameublement et décoration, électroménager). En prime, l'effet « Coupe du monde de football » permettra de relancer les ventes de produits d'électronique grand public, téléviseurs en tête. Enfin, l'inflation va s'amplifier, après plusieurs années de croissance historiquement faible. La demande glisse vers des produits plus qualitatifs, ce qui pourrait finir par couronner les efforts de valorisation de l'offre du côté des détaillants.

■ Le chiffre d'affaires du commerce de détail (hors autos et motos)

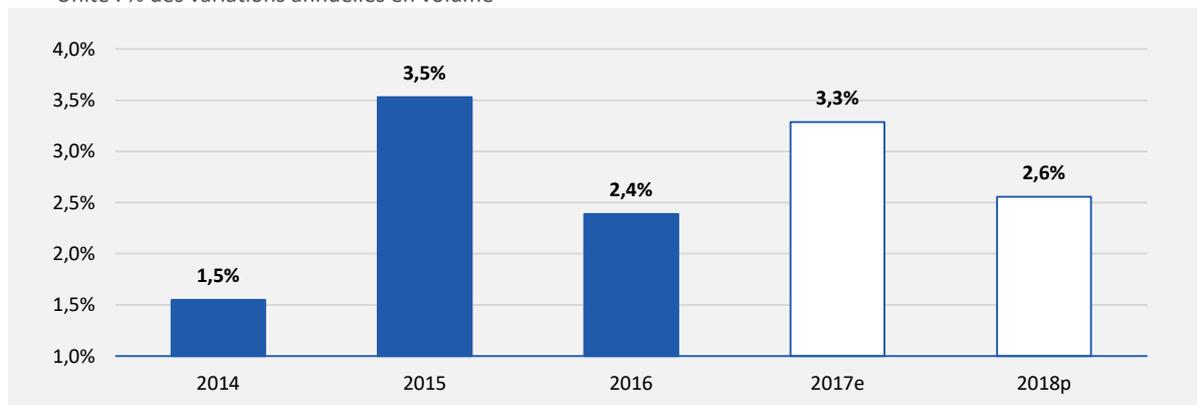
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2017

■ Le chiffre d'affaires du commerce de détail (hors autos et motos)

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

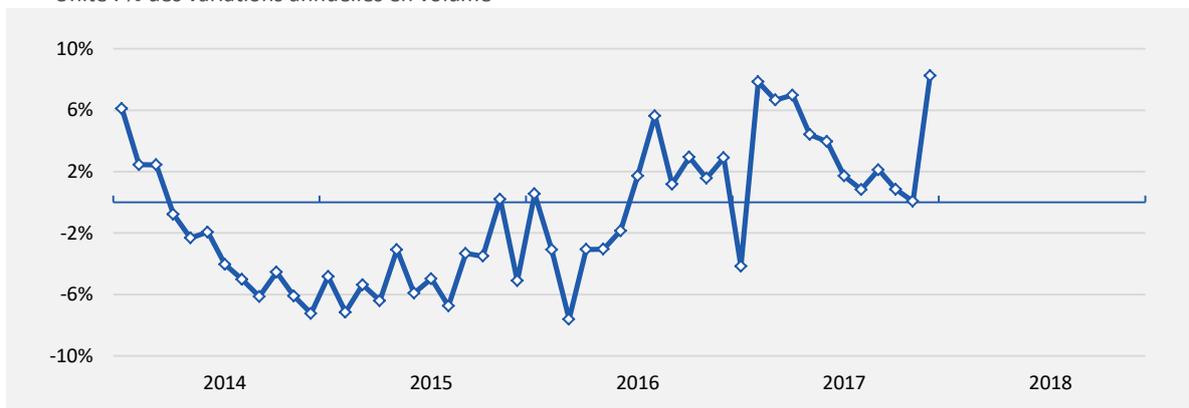
Nette hausse de l'activité en 2017, avant un ralentissement en 2018

La conjoncture dans la construction a été très bien orientée en 2017, particulièrement sur le segment du bâtiment. Sur un an, le nombre de nouveaux logements démarrés a bondi de 15,6%. Dans le même temps, les permis de construire délivrés ont progressé de 8,3%. Les promoteurs ont maintenu une cadence élevée en matière de lancement de nouveaux programmes, les ventes étant stimulées par l'amélioration du moral des ménages et des conditions de financement encore favorables. Dans les travaux publics, si l'activité a été morose au premier semestre, elle a revanche été bien orientée en fin d'année au regard de la forte hausse des prises de commandes ces derniers mois et du solde d'opinion des entrepreneurs quant à leurs perspectives d'activité, au plus haut depuis 2000.

En 2018, l'activité dans la construction restera bien orientée mais le rythme de croissance s'essouffera légèrement (+2,7%). La remontée progressive des taux d'intérêt et le durcissement annoncé du prêt à taux zéro (PTZ+), instrument dédié à l'accession à la propriété (la part du prêt aidé ne pourrait pas excéder 20% du montant total de l'emprunt dans les zones les moins tendues, contre 40% actuellement) affectera la demande adressée aux promoteurs. Le nouveau plan logement devrait par ailleurs impacter négativement les ressources des bailleurs sociaux, qui pourraient alors réduire la voilure quant à leurs investissements. En revanche, l'activité accélérera dans les travaux publics, portée par la multiplication des chantiers dans le cadre du Grand Paris et la relance de certains projets financés par les collectivités territoriales.

■ La production du BTP

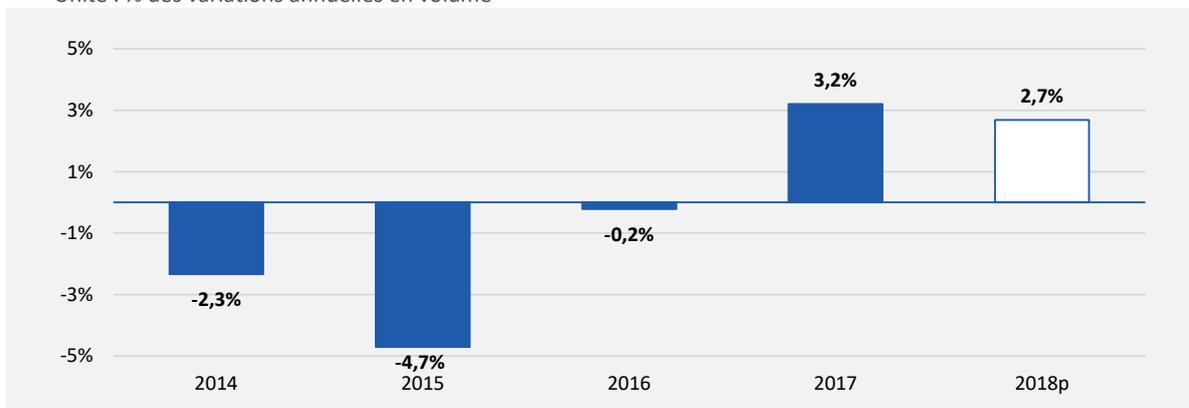
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 12/2017

■ La production du BTP

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

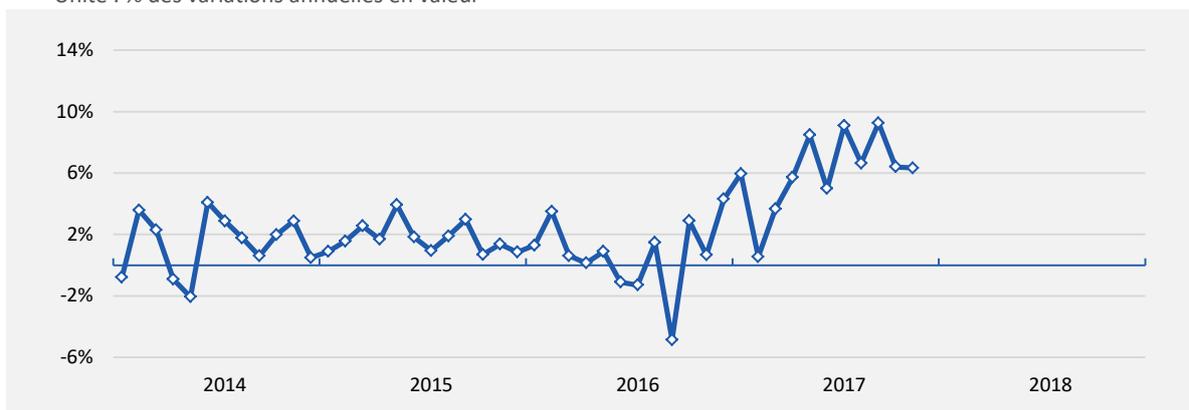
La hausse des prix des carburants tire la croissance vers le haut

Le chiffre d'affaires du transport et de l'entreposage a progressé de 5,9% en valeur en 2017. Une grande partie de cette croissance est liée à la remontée des cours du pétrole qui a été répercutée dans les prix par des mécanismes d'ajustement tarifaire (indexation gazole, couverture du carburant, etc.). Le segment du fret a bénéficié de l'amélioration globale de la situation économique, avec une hausse des volumes soutenue par la reprise dans l'industrie et le BTP. L'activité passagers a été extrêmement dynamique en 2017 sur quasiment l'ensemble des segments. La fréquentation s'est inscrite en nette hausse dans le transport aérien et les aéroports français, mais l'amélioration a également été perceptible dans d'autres secteurs comme le ferroviaire.

La croissance du chiffre d'affaires du transport et de l'entreposage ralentira en 2018 (+3,5%), avec un effet carburant significatif mais moins important qu'en 2017 (donc un impact tarifaire plus limité). L'activité en volume demeurera bien orientée, portée par une dynamique économique désormais bien amorcée en France et dans la zone euro. Le fret bénéficiera de la bonne tenue de ses principaux marchés clients, tant du côté de l'industrie que du BTP. Le trafic de passagers continuera de croître à un rythme élevé, avec toujours pour moteur le développement de l'offre. L'inflation contribuera à des revalorisations des prix, notamment dans des secteurs comme le transport urbain et les services auxiliaires.

■ Le chiffre d'affaires dans les transports et l'entreposage

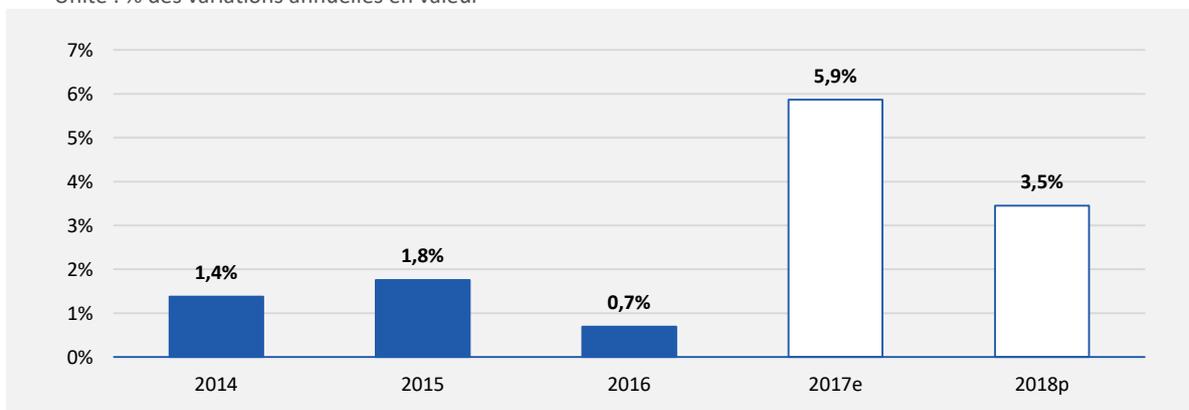
Unité : % des variations annuelles en valeur



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2017

■ Le chiffre d'affaires dans les transports et l'entreposage

Unité : % des variations annuelles en valeur



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

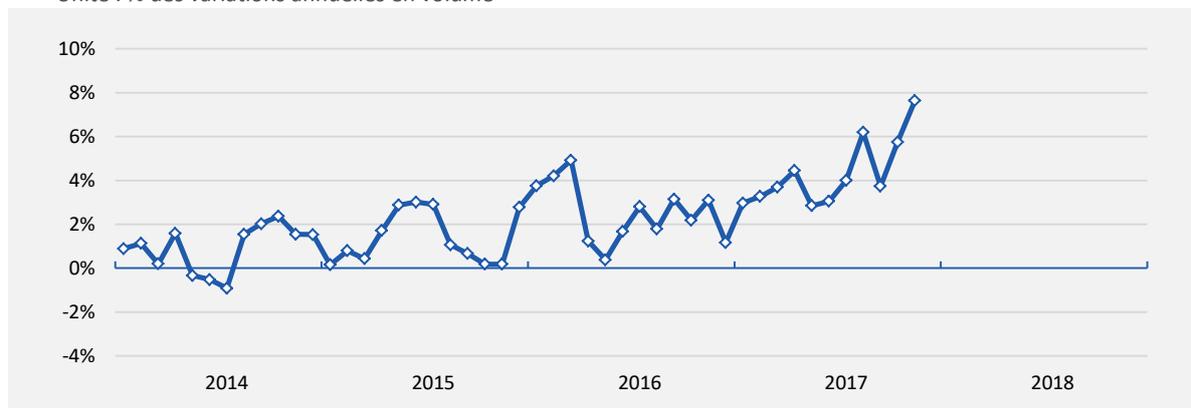
Le retour des touristes étrangers booste la croissance

L'année a été très bonne dans l'hébergement et la restauration en 2017. Le chiffre d'affaires a augmenté de 4,4% en volume, enregistrant sa plus forte hausse depuis 2011. Mais cette progression de l'activité a surtout reposé sur le dynamisme de la fréquentation des hébergements touristiques. Les exploitants ont en effet pu compter sur le retour progressif des touristes étrangers dans les hôtels et d'une meilleure fréquentation des autres hébergements collectifs par les vacanciers français. Les stations de ski ont par ailleurs profité de bons mois de novembre et décembre. Dans la restauration, la hausse d'activité a été un peu plus mesurée. Avec la remontée de l'inflation, la hausse du pouvoir d'achat a été moins franche que l'année précédente (+1,0% contre 1,4% en 2016) et les arbitrages de consommation des ménages sont encore restés serrés.

Le chiffre d'affaires dans l'hébergement et la restauration poursuivra son *trend* haussier en 2018 (+3,5%). Les professionnels profiteront d'une nouvelle amélioration des fondamentaux économiques qui incitera un peu plus les Français à voyager et à se rendre au restaurant. Après une très bonne année 2017, les hôteliers devront toutefois composer avec un léger tassement de la croissance. Ils ne pourront plus compter sur un effet de rattrapage lié au retour des touristes étrangers. À l'inverse, la progression du chiffre d'affaires sera plus marquée dans la restauration avec un pouvoir d'achat un peu mieux orienté. Mais les restaurateurs devront malgré tout faire face à la concurrence des circuits de restauration alternatifs « conventionnels » (offre de déjeuner des boulangeries, rayons snacking des GSA, etc.).

■ Le chiffre d'affaires de l'hébergement et de la restauration

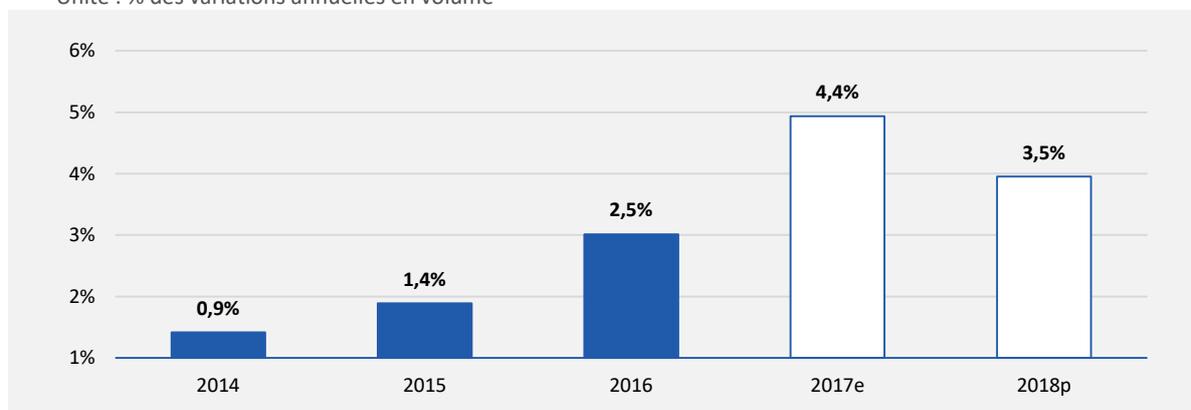
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2017

■ Le chiffre d'affaires de l'hébergement et de la restauration

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Insee

MONDE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018



| | |
|-------------------------------|-----------|
| 3.1. LA ZONE EURO | 41 |
| L'Allemagne | 41 |
| L'Italie | 42 |
| L'Espagne | 43 |
| 3.2. LE RESTE DU MONDE | 44 |
| Le Royaume-Uni | 44 |
| Les États-Unis | 45 |
| Le Japon | 46 |
| Le Brésil | 47 |
| La Chine | 48 |

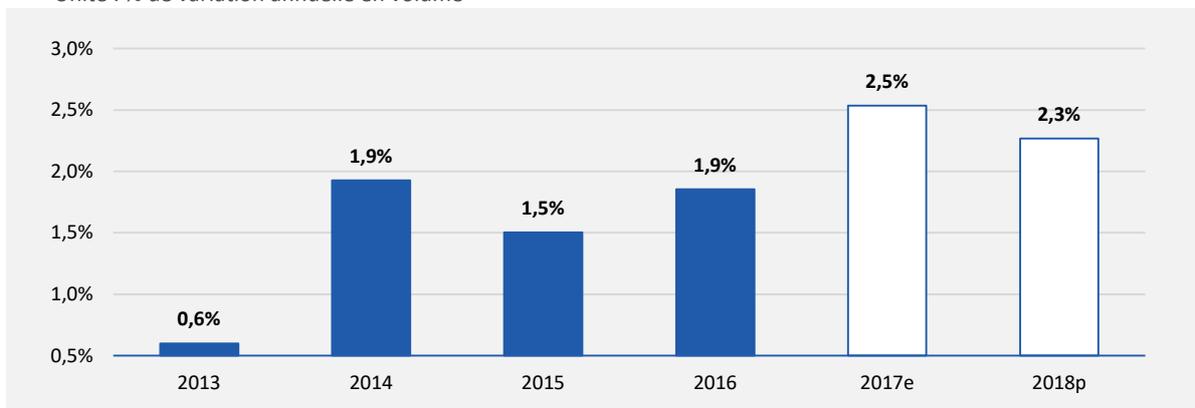
Le plein-emploi tire les salaires à la hausse

L'économie allemande est en pleine expansion, à l'image de l'indicateur de confiance des industriels IFO qui plafonne depuis novembre à un niveau record. Le PIB a progressé de 0,8% au 3^e trimestre 2017, en accélération par rapport au trimestre précédent. La croissance est principalement tirée par un bond de l'investissement (en équipement mais aussi dans la construction), mais les autres composants de la demande extérieure et domestique (exportations, consommation des ménages et dépenses publiques) y ont également contribué.

S'appuyant sur une contribution équilibrée de tous ses moteurs, la croissance devrait rester solide en 2018. Avec un taux de chômage à moins de 4% de la population active, le dynamisme de la demande adressée aux entreprises se traduit par une accélération des rémunérations, ce dont témoigne la hausse de salaires obtenue début février par le puissant syndicat IG Metall (métallurgie et électronique). Dans ce contexte de quasi-plein-emploi, le pouvoir d'achat et la consommation des ménages résisteront à la hausse de l'inflation. Les investissements des entreprises seront quant à eux stimulés par un environnement conjoncturel mondial toujours porteur. Les industriels d'outre-Rhin devraient en outre être rassurés par la normalisation de la vie politique, après le résultat incertain des élections fédérales de septembre 2017. En effet en février, les deux principaux partis allemands, la CDU (centre-droite) et le SPD (centre-gauche), ont trouvé un accord qui devrait rapidement aboutir à la formation d'un nouveau gouvernement de coalition.

■ Le PIB de l'Allemagne

Unité : % de variation annuelle en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

■ Le scénario macro-économique pour l'Allemagne

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 | 2017 (e) | 2018 (p) |
|------------------------|-------|------|-------------|-------------|
| PIB | 1,5% | 1,9% | 2,5% | 2,3% |
| Consommation | 1,6% | 1,9% | 2,3% | 1,7% |
| Conso. publique | 2,9% | 3,7% | 1,1% | 1,4% |
| Investissement | 1,0% | 2,9% | 4,4% | 3,4% |
| Construction | -2,0% | 2,5% | 4,4% | 2,7% |
| Équipement | 3,0% | 2,0% | 4,8% | 4,4% |
| Importations | 5,2% | 3,8% | 5,3% | 4,8% |
| Exportations | 4,7% | 2,4% | 4,8% | 4,4% |

Estimations et prévisions (dernière mise à jour le 09/02/2018) Xerfi / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

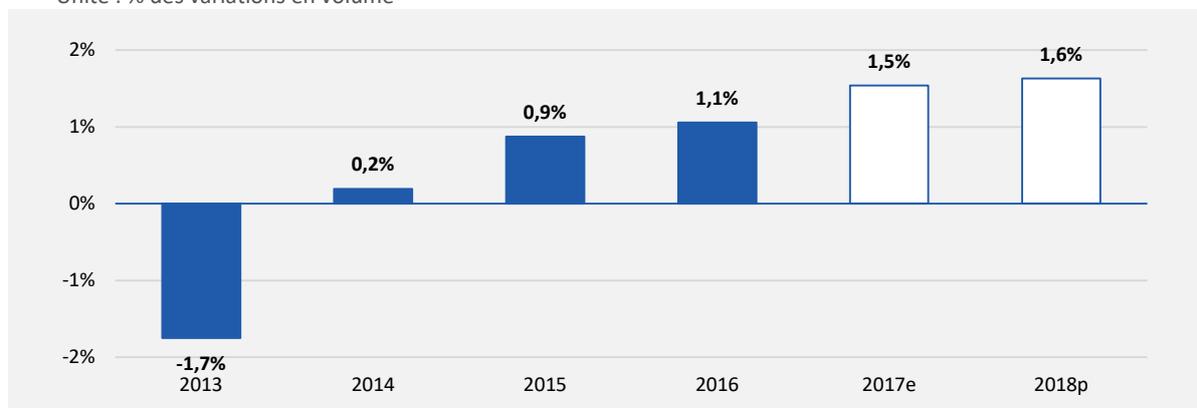
La consommation tient bon et les investissements montent en puissance

La reprise se renforce en Italie. Le PIB a progressé de 0,4% au T3, à un rythme similaire à celui des 3 trimestres précédents. Bien que ce rythme demeure inférieur à la moyenne de la zone euro, 4 trimestres de croissance supérieure à 0,3% constituent une performance « hors norme » pour l'économie transalpine, dont la hausse trimestrielle moyenne du PIB depuis 2001 n'a été que de 0,03%. En outre, la phase actuelle d'expansion de l'économie italienne se caractérise par une durée exceptionnelle. Le PIB a affiché 13 trimestres consécutifs de hausse depuis T3 2014, ce qui n'était pas arrivé depuis la fin des années 1980.

L'heureuse surprise de 2017 a été la bonne tenue de la consommation des ménages. Celle-ci bénéficie du recul du taux de chômage des deux dernières années et ne souffre finalement pas trop de l'accélération de l'inflation (qui reste somme toute assez modérée). La consommation et les exportations auront ainsi été les principaux moteurs de la croissance en 2017, tandis que les investissements des entreprises, très dynamiques au 3^e trimestre, contribueront à la croissance en 2018. La récente approbation par le parlement d'une nouvelle loi électorale a ouvert la voie aux élections législatives qui se tiendront le 4 mars prochain. L'incertitude politique demeure forte, car d'une part aucune force politique ne semble en mesure d'emporter une victoire claire, compte tenu d'un système électoral fortement proportionnel et, d'autre part, le poids des partis populistes et eurosceptiques, tels que le Mouvement 5 étoiles ou la Ligue Nord est en hausse dans les sondages (même si le discours anti-euro de ces forces politiques s'est nettement assoupli ces derniers mois).

■ Le PIB de l'Italie

Unité : % des variations en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Istat via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour l'Italie

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 | 2017 (e) | 2018 (p) |
|------------------------|-------|------|-------------|-------------|
| PIB | 0,9% | 1,1% | 1,5% | 1,6% |
| Consommation | 2,0% | 1,5% | 1,5% | 1,8% |
| Conso. publique | -0,6% | 0,5% | 0,9% | 0,7% |
| Investissement | 1,7% | 3,0% | 3,2% | 4,2% |
| Construction | -1,1% | 1,4% | 1,5% | 2,7% |
| Equipement | 4,4% | 4,4% | 4,7% | 5,5% |
| Importations | 6,6% | 3,3% | 5,5% | 4,6% |
| Exportations | 4,2% | 2,6% | 5,2% | 3,8% |

Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : Istat via Feri

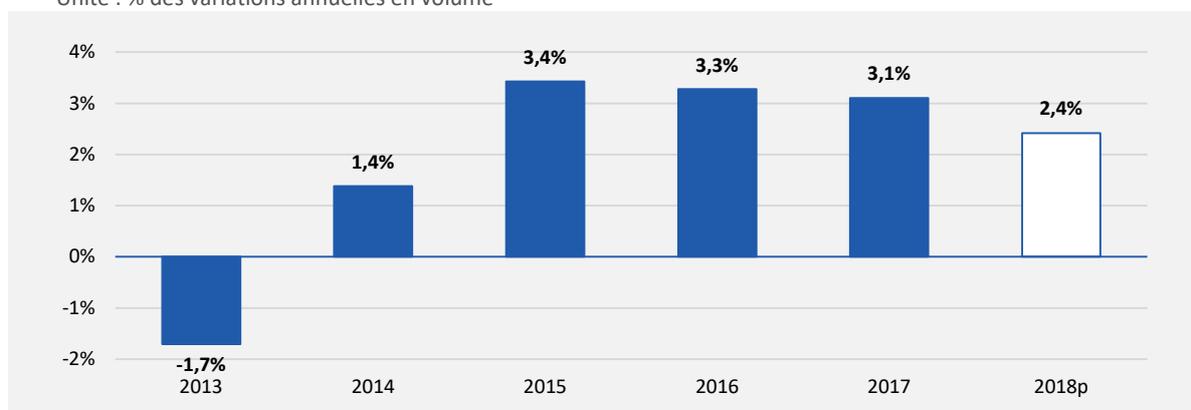
Vers un essoufflement de la reprise

Avec une progression du PIB de 3,1% en 2017, l'Espagne demeure la grande économie la plus dynamique de la zone euro. Cependant, un ralentissement progressif de la croissance est attendu cette année, en raison principalement d'un épuisement de la mécanique du rebond de l'économie après la profonde crise de 2009-2013 (qui a provoqué une chute cumulée du PIB de 9% sur 5 ans et un taux de chômage à plus de 26% fin 2013). La consommation des ménages a déjà nettement ralenti sa volure en 2017, en raison de moindres gains de pouvoir d'achat par rapport à 2015 et 2016. Ces années se sont en effet caractérisées à la fois par un recul très rapide du chômage et par une hausse des salaires nominaux, dans un contexte d'inflation négative, alors que la baisse du chômage s'est estompée et l'inflation est revenue à 2% l'année dernière.

Du côté de la politique, il est encore difficile d'anticiper les issues possibles du processus d'indépendance de la Catalogne, commencé avec le référendum « illégal » du 1^{er} octobre et continué avec les élections régionales du 21 décembre. Ces dernières ont été marquées par l'affirmation des partis pro-indépendance, des forces politiques hétérogènes qui ne seront probablement pas en mesure de former un gouvernement. Les principaux effets négatifs à attendre d'une éventuelle séparation de la Catalogne sont une fuite importante de capitaux et d'entreprises de la région (ou du futur Etat). Plus de 1 000 sociétés, dont le gestionnaire d'autoroutes Albertis, le troisième fournisseur de gaz et d'électricité d'Espagne, Gas natural, et deux des cinq plus importantes banques espagnoles (CaixaBank et Sabadell), ont déjà quitté Barcelone pour transférer leur siège ailleurs en Espagne depuis début octobre.

■ Le PIB de l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : INE via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 (p) |
|------------------------|-------|------|------|----------|
| PIB | 3,4% | 3,3% | 3,1% | 2,4% |
| Consommation | 3,0% | 3,0% | 2,5% | 2,4% |
| Conso. publique | 2,1% | 0,8% | 1,2% | 0,8% |
| Investissement | 6,5% | 3,3% | 5,0% | 2,9% |
| Construction | 3,8% | 2,4% | 4,3% | 2,1% |
| Equipement | 11,5% | 5,0% | 6,2% | 3,9% |
| Importations | 5,9% | 2,7% | 4,0% | 2,8% |
| Exportations | 4,2% | 4,8% | 5,1% | 3,3% |

Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : INE via Feri

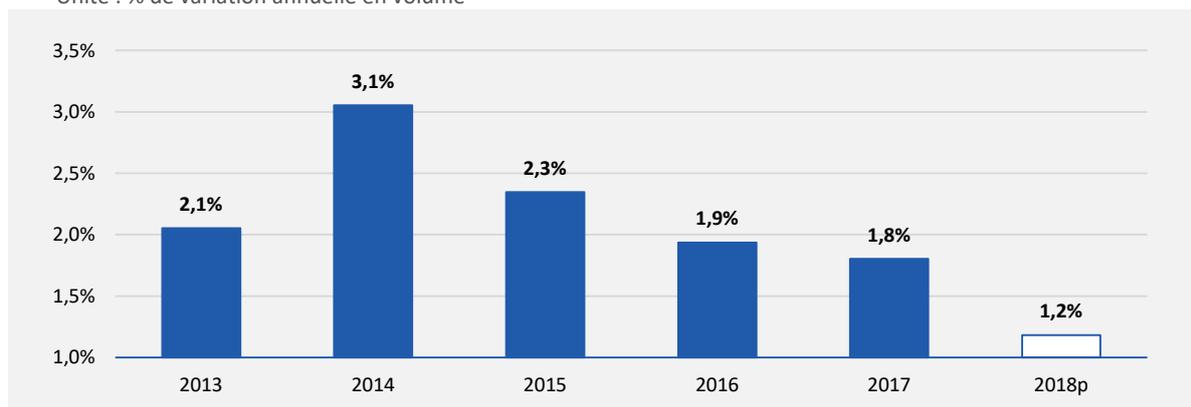
Net ralentissement de la consommation et des investissements en 2018

Le PIB britannique a légèrement accéléré aux 3^e et 4^e trimestres, après un fort ralentissement au premier semestre de 2017. Sur l'ensemble de l'année passée, la croissance s'est établie à 1,8% (à peu près au même niveau qu'en 2016) mais nous prévoyons un fléchissement de l'activité bien plus marqué en 2018, dans un environnement toujours plus étouffant pour les investissements et pour la consommation des ménages.

Les premiers pâtiront de l'incertitude qui entoure le processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, en attendant les résultats des négociations sur les thèmes, cruciaux, du commerce. La consommation des ménages a quant à elle déjà nettement ralenti depuis le début de 2017, après avoir bien résisté au choc de l'annonce du Brexit au second semestre 2016. Ce ralentissement était attendu, car la forte dépréciation de la livre après le référendum sur le Brexit de juin 2016 a affecté tout particulièrement le pouvoir d'achat des ménages, en renchérissant les importations du Royaume-Uni. Tirée par le décrochage de la livre et la remontée des cours des matières premières, l'inflation a atteint 3,2% en novembre, un niveau qui n'avait plus été observé depuis cinq ans, ce qui a convaincu la Banque d'Angleterre à augmenter son taux directeur de 0,25% à 0,5%. Or, ce petit tour de vis monétaire (le premier depuis 2007) risque de contribuer, lui aussi, au fléchissement de l'activité au cours des prochains trimestres.

■ Le PIB du Royaume-Uni

Unité : % de variation annuelle en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : ONS via Feri

■ Le scénario macro-économique pour le Royaume-Uni

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 (p) |
|------------------------|------|------|------|-------------|
| PIB | 2,3% | 1,9% | 1,8% | 1,2% |
| Consommation | 2,6% | 2,9% | 1,5% | 0,8% |
| Conso. publique | 0,6% | 0,8% | 0,4% | 1,0% |
| Investissement | 2,8% | 1,8% | 3,0% | 0,8% |
| Construction | 5,7% | 6,3% | 7,0% | 0,8% |
| Equipement | 2,0% | 0,5% | 1,8% | 0,8% |
| Importations | 5,1% | 4,8% | 3,2% | 3,0% |
| Exportations | 5,0% | 2,3% | 6,2% | 4,4% |

Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : ONS via Feri

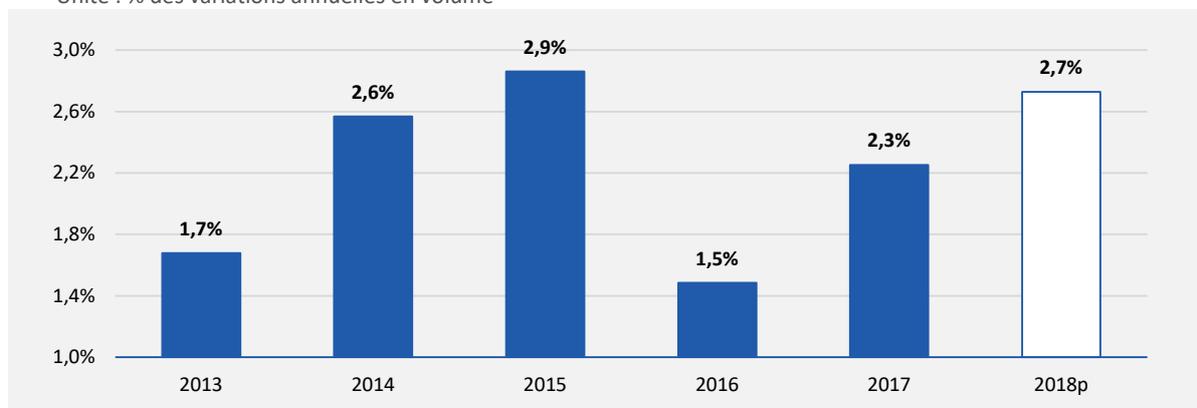
Ralentissement trompeur du PIB au 4e trimestre

La croissance du PIB a légèrement flanché au 4^e trimestre (0,6% contre 0,8% en T3). L'analyse des composantes du PIB révèle néanmoins que sans les contributions négatives des stocks et du commerce extérieur (exportations moins importations), la croissance aurait atteint 1%, en nette accélération par rapport aux trimestres précédents. En effet, la consommation des ménages, les dépenses publiques, les investissements et les exportations ont tous accéléré en T4. Dans ce contexte, un mouvement de déstockage de la part des entreprises et une forte hausse des importations indiquent que la capacité d'offre du pays n'a pas été à la hauteur d'une demande très dynamique. Nous ne lisons donc pas de signaux de ralentissement dans les derniers chiffres en provenance des États-Unis. Bien au contraire, plusieurs facteurs laissent présager pour les prochains trimestres une prolongation du cycle d'expansion actuel, qui est déjà l'un des plus longs de l'histoire américaine (la dernière récession aux États-Unis remonte à 2009).

Le taux du chômage est stable depuis l'automne dernier à 4,1% (son plus faible niveau en 16 ans) et les créations d'emplois sont plus que suffisantes pour absorber la hausse de la population active. En même temps, la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro et la reprise généralisée des économies européennes redonnent du souffle aux exportations vers le Vieux continent, tandis que la politique fiscale de Donald Trump de soutien des entreprises se concrétise, avec l'adoption de la réforme fiscale (baisse du taux d'imposition des sociétés de 35% à 20%). Dans ce contexte, nos prévisions tablent sur une accélération de la croissance à 2,7% en 2018.

■ Le PIB des États-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : BEA via Feri

■ Le scénario macro-économique pour les Etats-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 (p) |
|------------------------|-------|-------|------|-------------|
| PIB | 2,9% | 1,5% | 2,3% | 2,7% |
| Consommation | 3,6% | 2,7% | 2,7% | 2,8% |
| Conso. publique | 1,4% | 0,8% | 0,1% | 2,6% |
| Investissement | 3,9% | 0,7% | 4,0% | 5,1% |
| Construction | 10,2% | 5,5% | 1,7% | 3,4% |
| Equipement | 2,3% | -0,6% | 4,7% | 5,6% |
| Importations | 5,0% | 1,3% | 3,9% | 5,1% |
| Exportations | 0,4% | -0,3% | 3,4% | 2,8% |

Prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : BEA via Feri

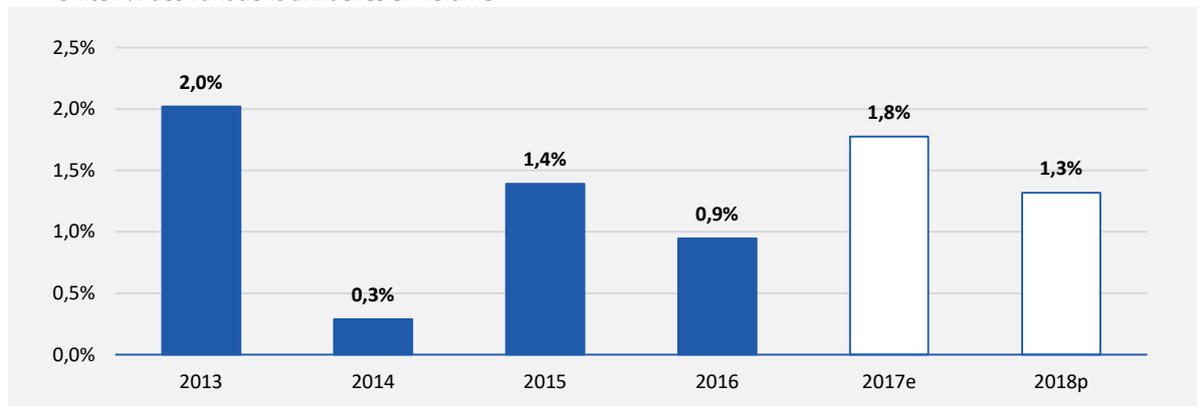
Une économie performante, compte tenu du boulet démographique

En 2017, l'économie japonaise pourrait avoir atteint une croissance de 1,8% (meilleure performance des 4 dernières années) grâce notamment à des hausses de PIB de 0,7% et de 0,6%, respectivement aux 2^e et 3^e trimestres. Certes, les caractéristiques structurelles de l'économie nippone devraient ramener le PIB sur un sentier d'expansion plus modérée en 2018, mais la croissance du Japon doit être rapportée à une population en baisse et vieillissante. Il faut prendre en compte le facteur démographique pour comprendre que l'économie japonaise tourne actuellement à plein régime. D'ailleurs, le chômage est pratiquement inexistant (2,9% de la population active en 2017 selon nos estimations) et, malgré le recul de la population en âge de travailler, l'emploi total continue de progresser en raison notamment d'une mobilisation croissante des femmes et des seniors dans la population active.

Grâce à une politique monétaire expansionniste visant à affaiblir le yen dans un objectif de compétitivité extérieure, le mouvement de dépréciation de la monnaie japonaise a repris depuis la mi-2016 et la devise nippone a perdu 9% de sa valeur vis-à-vis du dollar et 16% par rapport à l'euro entre août 2016 et janvier 2018, ce qui devrait contribuer à soutenir les exportations cette année. Du côté de la consommation des ménages et des investissements, la croissance devrait ralentir légèrement en 2018, mais elle continuera à bénéficier de la politique budgétaire expansionniste du Premier ministre Shinzo Abe et de la poursuite du programme d'assouplissement quantitatif et de taux négatifs de la Banque du Japon.

■ Le PIB du Japon

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : ESRI via Feri

■ Le scénario macro-économique pour le Japon

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 (p) | 2017 (e) | 2018 (p) |
|------------------------|-------|----------|-------------|-------------|
| PIB | 1,4% | 0,9% | 1,8% | 1,3% |
| Consommation | 0,0% | 0,1% | 1,1% | 0,7% |
| Conso. publique | 1,5% | 1,3% | 0,2% | 0,5% |
| Investissement | 1,8% | 1,1% | 2,8% | 2,0% |
| Construction | -1,8% | 5,6% | 5,3% | 2,5% |
| Equipement | 1,2% | 1,1% | 4,4% | 2,4% |
| Importations | 0,7% | -1,9% | 2,5% | 1,6% |
| Exportations | 3,0% | 1,3% | 6,0% | 2,9% |

Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : ESRI via Feri

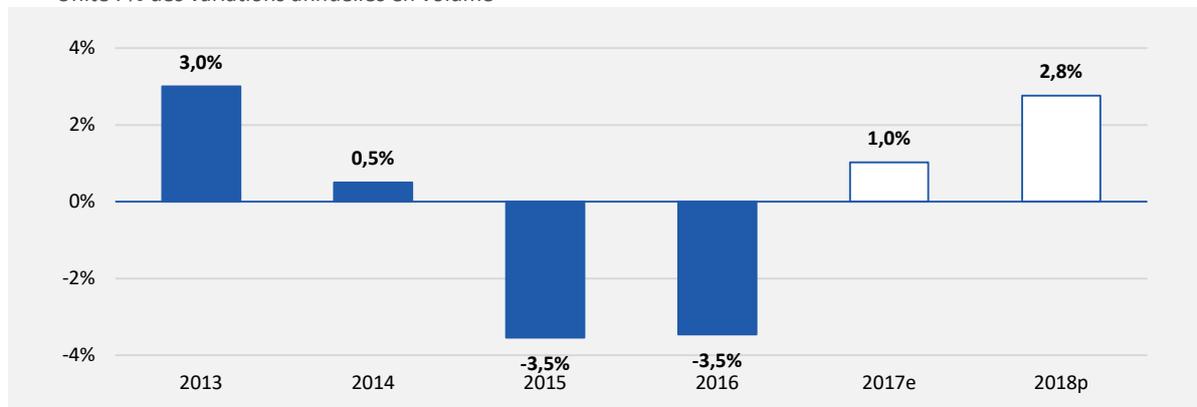
Une lente reprise qui repose surtout sur la demande extérieure

L'économie brésilienne est enfin sortie de la récession en 2017, avec une hausse du PIB de 1,3% au 1^{er} trimestre. Même si le rythme de croissance s'est nettement amoindri aux 2^e et 3^e trimestres (à 0,7% et 0,1%, respectivement), trois trimestres consécutifs de hausse du PIB constituent un signal prometteur, après 8 trimestres de repli. Du côté de l'inflation, la situation continue de s'améliorer : les prix à la consommation n'ont augmenté que de 2,9% sur un an en janvier, alors que leur progression il y a deux ans dépassait les 10%. Le ralentissement de l'inflation a permis à la banque centrale d'adoucir sa politique monétaire, avec une baisse graduelle du principal taux directeur qui s'élève désormais à 6,75% (contre 13% il y a un an). L'économie brésilienne s'extirpe ainsi petit à petit d'une longue période de stagflation, une situation économique inconfortable qui combine récession et forte inflation.

Les réformes mises en chantier par le président Michel Temer (plafonnement des dépenses publiques, réforme du système des retraites et flexibilisation du marché du travail) ont contribué au retour des capitaux étrangers, mais la demande domestique est comprimée par des politiques de rigueur et par des taux d'intérêt qui demeurent très élevés. La reprise de l'activité est donc lente et compliquée. Les exportations en sont actuellement le principal moteur, bénéficiant de la reprise de la demande mondiale et du rebond des cours des métaux et du pétrole. La demande domestique, en revanche, peine à redémarrer, car la récession et la forte inflation des deux dernières années ont laminé les capacités de production et le pouvoir d'achat des ménages, faisant basculer une partie de la population sous le seuil de pauvreté.

■ Le PIB du Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : IBGE via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour le Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume

| | 2015 | 2016 | 2017 (e) | 2018 (p) |
|------------------------|--------|--------|--------------|-------------|
| PIB | -3,5% | -3,5% | 1,0% | 2,8% |
| Consommation | -3,2% | -4,3% | 1,0% | 2,2% |
| Conso. publique | -1,4% | -0,1% | -0,5% | 0,2% |
| Investissement | -13,9% | -10,3% | -2,0% | 6,5% |
| Exportations | 6,8% | 1,9% | 5,5% | 7,7% |
| Importations | -14,2% | -10,2% | 5,8% | 6,3% |

Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 09/02/2018) / Source : IBGE via Feri

Une croissance officielle soutenue cache des déséquilibres croissants

Une fois de plus, le chiffre officiel de la croissance en Chine (6,9% en 2017) est sorti avec une rapidité déconcertante, à peine 15 jours après la fin de l'année. Une fois de plus, il est à quelques dixièmes de point près égal à la prévision et aux objectifs du gouvernement. La plupart des économistes concorde sur le fait que ce chiffre est très optimiste par rapport à la réalité. Et s'il est compliqué d'estimer la « véritable » croissance de l'économie chinoise, il est certain qu'elle s'appuie sur des déséquilibres croissants. Tout d'abord, la montée du niveau d'endettement. Sur les dix dernières années, la dette totale des ménages, entreprises, État et collectivités est passée de 147% à 256% du PIB. L'ouverture incontrôlée des vannes du crédit a deux effets qui mettent en danger la stabilité du système : le maintien en survie d'entreprises zombies, ces sociétés non rentables qui ne seront probablement jamais capables de rembourser leur dû, et le gonflement des bulles au niveau des prix des actifs. En outre, la croissance chinoise prend encore essentiellement appui sur ses moteurs traditionnels (investissement et commerce extérieur) et son recentrage annoncé sur la consommation des ménages est loin d'être réalisé. Enfin, il s'agit d'une croissance très inégalitaire. Au cours des trois dernières décennies les 50% des Chinois les plus pauvres ont bénéficié d'une croissance deux fois plus faible que la moyenne, leur part dans le revenu national passant de 27% en 1980 à 15% en 2016. En somme, la Chine peine aujourd'hui à trouver un régime de croissance soutenable, assis sur des moteurs endogènes robustes.

■ Commerce extérieur de la Chine en valeur

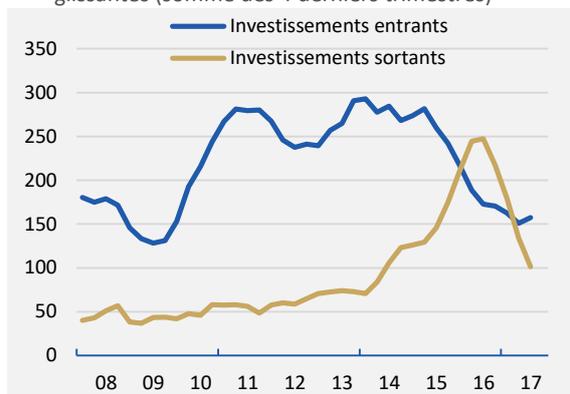
Unité : variation en % (moyenne des 12 derniers mois par rapport aux 12 mois précédents)



Source : General Administration of Customs of the People's Republic of China (dernière donnée : 12/2017)

■ Investissements directs étrangers

Unité : milliard de dollars, données annuelles glissantes (somme des 4 derniers trimestres)



Source : State Administration of Foreign Exchange (dernière donnée 3^e trimestre 2017)

■ Réserves de change en devises de la Chine

Unité : milliard de dollars



Source : Banque pop. de Chine (dernière donnée 12/17)

■ Taux de change Yuan / Dollar

Unité : yuans pour un dollar (échelle inversée)



Source : Feri (dernière donnée 01/2018)