

Conjoncture et prévisions pour l'entreprise

n°228 – Juillet-Août 2017



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)
Arnaud Dessimond (Responsable analyse sectorielle)
Pierre Paturel (Responsable analyse sectorielle)

Comité éditorial

Laurent Faibis (Président de **Xerfi**), Raphaële Karayan (Directrice-adjointe de **Xerfi** Canal), Thibault Lieurade (Journaliste économique **Xerfi** Canal), Kathryn Mc Farland (Directrice Déléguée de **Xerfi** Global), Pascale Mollo (Chef de projet publications études, presse), Olivier Passet (Directeur des synthèses économiques), Julien Pillot (Directeur des synthèses stratégiques) Alessandro Schiliro (Chargé d'études **Xerfi** Global)

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 en machines et équipements | 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

UN ENVIRONNEMENT PORTEUR POUR LA FRANCE

La croissance va s'accélérer graduellement en 2017-2018, tirée à la fois par le renforcement de l'activité dans les pays développés (à l'exception du Royaume-Uni) et les pays émergents. La dynamique de l'économie mondiale bénéficiera en effet toujours d'un alignement des planètes favorables : taux d'intérêt bas, prix du pétrole évoluant dans une fourchette acceptable tant pour les consommateurs que pour la majorité des producteurs, dollar stabilisé ou presque, politiques économiques en Europe devenues moins tendues. Un contexte favorable avec néanmoins trois zones de risque bien identifiées : aux Etats-Unis, en raison des incertitudes autour de la future politique budgétaire de l'administration Trump, au Royaume-Uni avec le risque d'effets récessifs du Brexit, et en Chine avec la mise en place d'une politique économique plus restrictive.

2

VENTS TRÈS FAVORABLES EN PROVENANCE DE LA ZONE EURO

Une des tendances fortes de la reprise de la zone euro, c'est la nouvelle synchronisation des principales économies. Toutes accélèrent (Allemagne, France, Italie) ou bien se maintiennent à un très haut niveau de performance (Espagne). Ce phénomène engendre une dynamique qui s'auto-renforce et se diffuse *via* une accélération des échanges entre partenaires. Plus dynamique, l'activité s'appuie aussi sur des demandes domestiques robustes notamment au niveau de l'investissement des entreprises. À cela s'ajoutent des politiques budgétaires plus neutres et même parfois légèrement expansionnistes comme en Allemagne. Quant à la BCE, si elle a pris acte de l'amélioration de la conjoncture, elle ne se démarquera pas d'une certaine prudence tant que l'inflation restera loin de sa cible et que les salaires ne décolleront pas.

3

COMMERCE EXTÉRIEUR : LE MAILLON FAIBLE DE LA CROISSANCE FRANÇAISE

Malgré les efforts pour redresser la productivité et la compétitivité française, nos entreprises continuent de céder des parts de marché à l'export, même si cette tendance s'est ralentie. Le chemin à parcourir pour réduire structurellement le déficit commercial est encore long. Certes, côté pile, les exportateurs pourront surfer sur la nouvelle dynamique européenne pour accélérer leur activité en dehors de l'Hexagone. Mais côté face, en revanche, le renforcement de la demande domestique va se traduire par une accélération plus forte des importations, d'autant que l'appareil productif n'est plus en mesure de répondre à la demande en biens de consommation, ce qui coûtera *in fine* près d'un demi-point à la croissance française en 2017 comme en 2018.

4

SOLIDE DYNAMIQUE DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Carnets de commandes biens remplis, perspectives de demande en hausse, recherche de financements aisée, taux bas, amélioration continue des trésoreries : tous les paramètres sont réunis pour consolider le nouveau cycle d'investissement. Bien entendu, certaines dépenses ont été anticipées avec l'expiration du suramortissement fiscal le 14 avril dernier, ce qui va entraîner un trou d'air et tirer la moyenne annuelle vers le bas en 2017. Mais la tendance de fond est bonne et l'investissement va vite reprendre son élan. D'autant plus qu'au-delà des frontières hexagonales, le même mouvement haussier s'observe dans tous les pays de la zone euro, suscitant une dynamique collective et renforçant la tendance.

5

DES MÉNAGES OFFENSIFS SUR LEURS DÉPENSES COURANTES...

Le passage à vide du 1^{er} trimestre a vite été oublié et les ménages dépensent à nouveau. Une fois n'est pas coutume, ce rebond n'est pas lié à une quelconque hausse de leur pouvoir d'achat ou à une cagnotte pétrolière providentielle, mais au fait qu'ils ont confiance en l'avenir. Leurs craintes sur le chômage se sont notamment atténuées. Conséquence, ils puisent dans leur épargne en attendant que la progression de leur revenu colle à nouveau à celle de leur consommation. L'attente ne devrait d'ailleurs pas être trop longue car l'emploi accélère à nouveau, entraînant une hausse du revenu disponible. Pour les revalorisations individuelles, l'attente sera plus longue et l'effet circonscrit à quelques professions en tension, le temps que le marché du travail se tende un peu plus.

6

... ET ENCORE PLUS DANS L'IMMOBILIER

Près de 900 000 logements vont changer de main cette année, c'est un record historique. On ne peut pas parler d'emballage pour autant car la rotation concerne seulement 2,57% des habitations, soit moins qu'au dernier pic des années 2000 (2,75%). Cet engouement n'a, *a priori*, aucun impact macro-économique, puisque ce qui est acheté par les uns est vendu par les autres. Sauf que ces mouvements sont l'occasion de revoir l'aménagement de son habitat. C'est une bonne nouvelle pour les spécialistes des biens d'équipement du logement et pour la rénovation. Mais aussi pour la construction neuve, puisque les anticipations de hausse de prix stimulent l'activité des promoteurs et que, pour les secundo-accédants, la revente d'un bien dans l'ancien fait souvent office d'apport et de clé d'entrée dans le neuf. Et comme la BCE n'a pas l'intention de modifier sa politique monétaire accommodante, les taux devraient rester bas. Les constructeurs auront l'horizon dégagé en 2017 comme en 2018.

7

RELANCE DES CRÉATIONS D'EMPLOI

Cela fait maintenant 10 trimestres que l'emploi progresse en France. Plus que l'évolution générale, c'est la décomposition même de ces créations qui est encourageante. C'est indéniable, la hausse de l'emploi provient désormais principalement du privé (les créations dans le public sont très faibles depuis début 2015), ce qui donne un caractère pérenne au mouvement. Seul bémol, cette bonne tendance va tarder à se matérialiser dans les chiffres du chômage, en raison de l'évolution de la population active et du retour sur le marché du travail de personnes découragées qui ne recherchaient plus d'emplois parce que la perspective d'y parvenir leur paraissait trop faible. Quoiqu'en baisse, le taux de chômage ne devrait dès lors toujours pas retrouver fin 2018 son niveau d'avant crise.

8

LE CHOC FISCAL FINALEMENT EN VUE

La mise en œuvre du programme présidentiel se dessine maintenant avec plus de précision à court terme, après de nombreux atermoiements : ce sera d'abord la réforme du financement de la protection sociale, avec le basculement des cotisations maladie et chômage payées par les salariés sur la CSG. Il s'agit d'un choc positif non négligeable sur le pouvoir d'achat des salariés, de l'ordre de 1,5%, combiné à un choc négatif pour 60% des retraités et pour les rentiers de l'ordre de 1,7%. Le jeu est normalement à somme nulle et ne devrait pas avoir d'effet de relance. Mais il permettra de prolonger la modération salariale du côté des entreprises, sans impact sur la demande. Le véritable transfert favorable à la consommation des classes moyennes (de l'ordre de 3 milliards), viendra de suppression de la taxe d'habitation pour 80% des français. Plus directement favorable aux entreprises, il y aura ensuite le début de la mise en œuvre par paliers de la baisse de l'IS. Son impact sera mineur sur les rentrées fiscales de l'État dans une période de hausse de la profitabilité. La transformation de l'ISF en impôt sur la fortune immobilière jouera aussi en faveur de l'outil de production. La *flat tax* à 30% devrait enfin renforcer la fluidité du capital et l'attractivité des titres d'entreprise. Seules sont différées la baisse des charges sur les heures sup et la transformation du CICE en baisse de charges pérennes.

9

NEUTRALITÉ BUDGÉTAIRE

Contrairement à ce qui est dit, l'obtention de l'objectif des 3% ne fera pas basculer l'économie française dans la rigueur, si tant est que l'objectif soit tenu, ce qui paraît de moins en moins certain. La relance fiscale est certes adossée à des économies pour en assurer le financement. Mais ces dernières pourraient n'être que partielles. Le gouvernement pourrait en effet être tenté de miser sur l'effet bénéfique de la conjoncture sur les rentrées fiscales. De surcroît, l'ajustement se fait sur la base d'un budget 2017 plutôt expansif. Il ne faut en effet pas oublier l'héritage de la baisse de l'impôt sur le revenu pour les ménages modestes, celle de l'impôt sur les sociétés à 28 % pour les PME, celui des baisses de cotisations entre 1,6 et 3,5 SMIC qui prennent leur plein effet en 2017, l'augmentation du taux du CICE de 6 à 7%, et son extension au secteur associatif et de l'économie sociale et solidaire *via* le crédit d'impôt sur la taxe sur les salaires.

10

UN TRIPLE PARI RISQUÉ

La doctrine du quinquennat est claire : la croissance ne se gagnera que par les avancées de l'intégration européenne et la France ne pourra faire entendre sa voix qu'en se conformant à ses engagements en matière de déficit. La croissance sera européenne ou ne sera pas. Il s'agit en fait d'un triple pari. Le premier est incertain. Il suppose que la réforme du marché du travail (déjà édulcorée) et que le choc fiscal boosteront rapidement la reprise. Or, les choc d'offre ont rarement des effets immédiats. Le second, est que ce contexte de reprise permettra de conjuguer relance fiscale et cible des 3%. Enfin le troisième est plus hypothétique encore. Il mise sur le fait que l'Allemagne bougera et acceptera de jouer un jeu coopératif. Cela suppose que la reprise gagnera en ampleur et que la France sera dès 2018 en mesure de restaurer ses parts de marché intra-européennes et d'attirer les capitaux. C'est un timing qui peut fonctionner avec de la chance, si la reprise européenne prend plus d'ampleur qu'attendu.

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 |

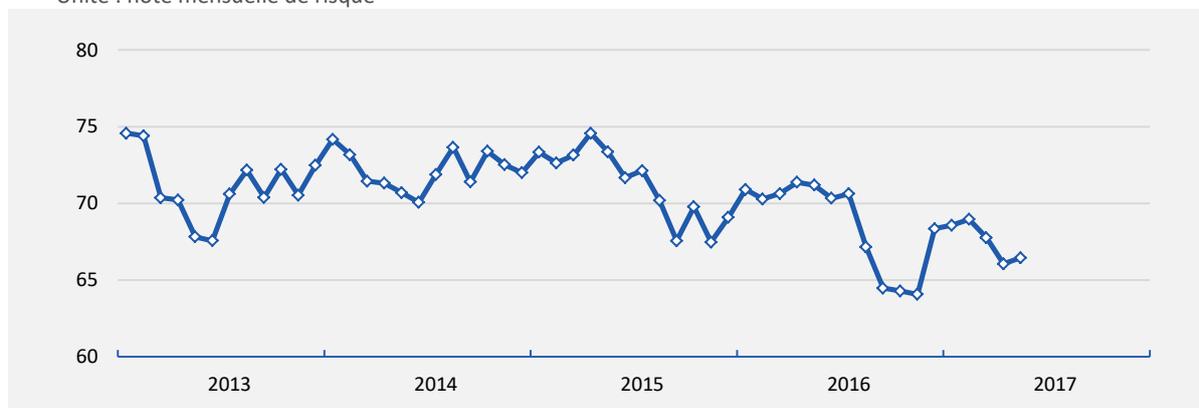
Légère remontée du risque de défaillance

L'indicateur **Xerfi Risk**, qui mesure le risque de défaillance de l'ensemble des entreprises, s'est légèrement redressé en mai 2017 pour s'établir à 66,5 points. Si le risque global reste élevé (entre 61 et 80, la probabilité de défaut est très significative), un retour à la normal se profile au vu de la tendance des derniers mois et de l'amélioration générale de la conjoncture et de la santé financière des entreprises.

En mai, le risque de défaillance a progressé dans le secteur du transport et de l'entreposage (+2,2 points). Une hausse qui s'inscrit dans un contexte de forte augmentation des créations d'entreprises (plus de 50% en 2016) liée à l'explosion du nombre d'entreprises de transport avec chauffeur et de livraison à domicile. La note a également progressé dans le commerce (+0,7 pt) et la construction (+0,2 pt), sans pour autant susciter d'inquiétudes particulières au vu de la tendance générale de ces derniers mois. Le risque de défaillance s'est en revanche réduit dans l'hébergement et la restauration (-1,4 pt) ainsi que dans le secteur de l'industrie manufacturière.

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

Unité : note mensuelle de risque



Source : Xerfi, dernière donnée disponible 05/2017

■ Indicateur Xerfi Risk de la construction

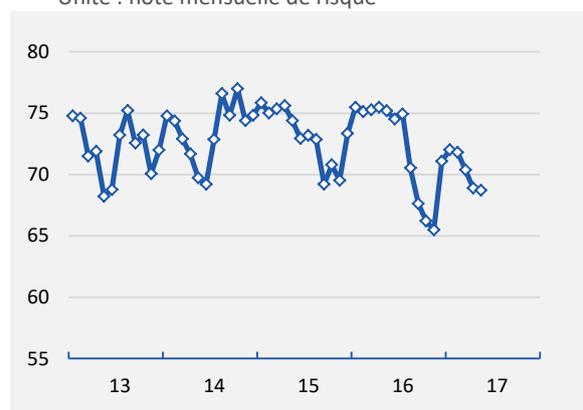
Unité : note mensuelle de risque



Source : Xerfi, dernière donnée disponible 05/2017

■ Indicateur Xerfi Risk de l'industrie manufacturière

Unité : note mensuelle de risque



Source : Xerfi, dernière donnée disponible 05/2017

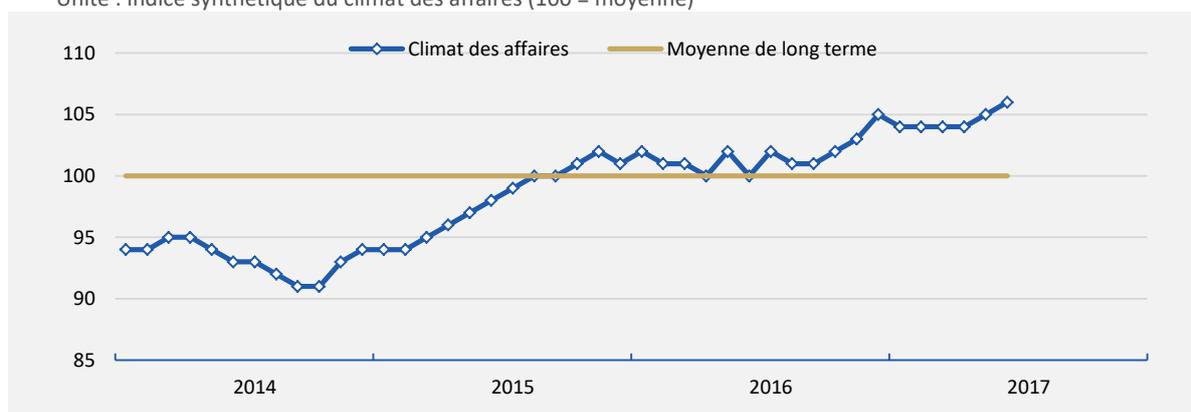
Méthodologie : l'indicateur Xerfi Risk est une note correspondant à une probabilité de défaillance des entreprises de l'économie française. L'échelle de notation est la suivante : entre 0 et 20, les entreprises ont une probabilité de défaillance quasi nulle ; entre 21 et 40, la probabilité de défaut 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.

Nouvelle embellie

Le climat des affaires s'est de nouveau amélioré en juin, atteignant un pic depuis six ans. À 105, sur le 2^e trimestre, il est en hausse d'un point par rapport à la moyenne des trois premiers mois de l'année. En d'autres termes, le 2^e trimestre est parti sur de solides bases et devrait confirmer, voire amplifier, le bon résultat (0,5% de croissance) obtenu en début d'année. Dans le détail, c'est dans le commerce que la progression est la plus spectaculaire, l'indicateur gagnant près de 5 points pour atteindre un niveau inédit depuis février 2008. L'indicateur gagne aussi 1,2 point dans le bâtiment et se situe à un plus haut depuis juillet 2011. L'indicateur reste stable dans les services et recule légèrement dans l'industrie manufacturière, tout en restant nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. De son côté, 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), à un pic depuis janvier 2016, est bien ancré dans la zone indiquant « une situation conjoncturelle favorable », ce qui laisse espérer la poursuite de l'amélioration.

■ Le climat des affaires en France

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Le climat des affaires en France

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

| | Janv. 17 | Fév. 17 | Mars 17 | Avril 17 | Mai 17 | Juin 17 |
|--|----------|---------|---------|----------|--------|------------|
| Climat des affaires | 104 | 104 | 104 | 104 | 105 | 106 |
| Climat des affaires dans l'industrie | 107 | 107 | 106 | 108 | 109 | 108 |
| Climat des affaires dans le bâtiment | 100 | 100 | 100 | 100 | 103 | 104 |
| Climat des affaires dans les services | 102 | 104 | 104 | 104 | 103 | 103 |
| Climat des affaires dans le commerce | 106 | 104 | 106 | 102 | 105 | 109 |

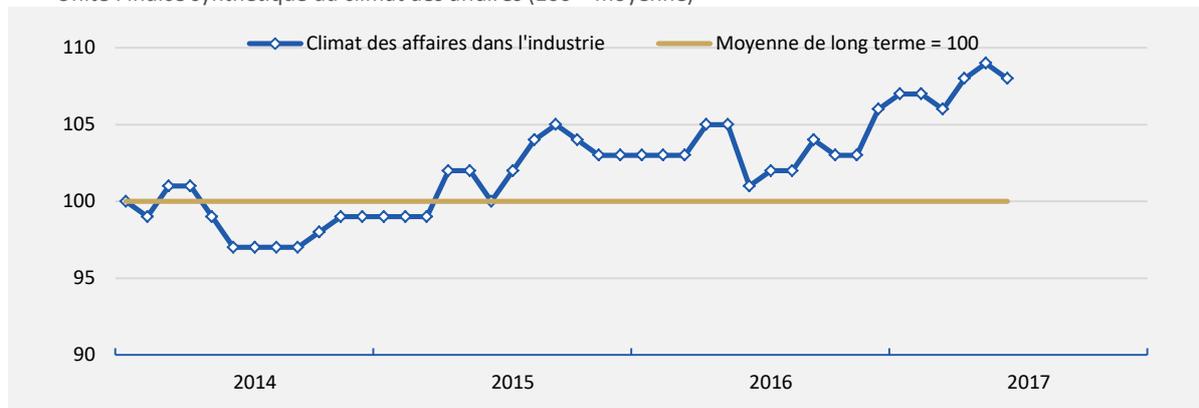
Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

La dynamique est solide

Cela fait maintenant 3 mois que les enquêtes renvoient l'image d'une activité industrielle très solide. En moyenne sur le 2^e trimestre, le climat des affaires a gagné 2 points par rapport aux trois premiers mois de l'année, laissant entrevoir une activité industrielle en net progrès. L'indicateur de retournement se situe dans la zone indiquant « une situation conjoncturelle favorable » pour le deuxième mois consécutif. Seul bémol, cela fait deux mois maintenant que les chefs d'entreprise sont moins nombreux à porter un regard positif sur leur activité passée. À 10, le solde d'opinion demeure néanmoins très nettement au-dessus de sa moyenne de long terme (5). Surtout, les perspectives personnelles de production des industriels se stabilisent à haut niveau, tandis que les opinions sur les carnets de commandes s'améliorent à nouveau. Dans le détail, le climat progresse nettement dans l'industrie agroalimentaire, alors que l'indice perd un point dans les biens d'équipement. Il reste stable dans les matériels de transport.

Le climat des affaires dans l'industrie

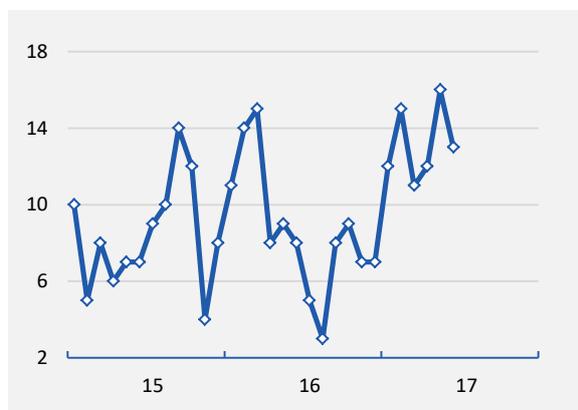
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

Les perspectives d'activité dans l'industrie

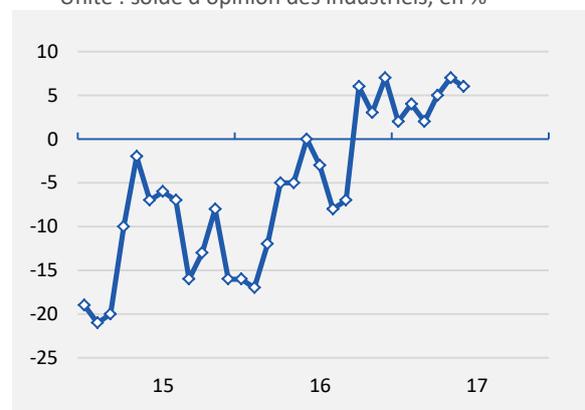
Unité : solde d'opinion des industriels, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

Les perspectives d'évolution des prix dans l'industrie

Unité : solde d'opinion des industriels, en %



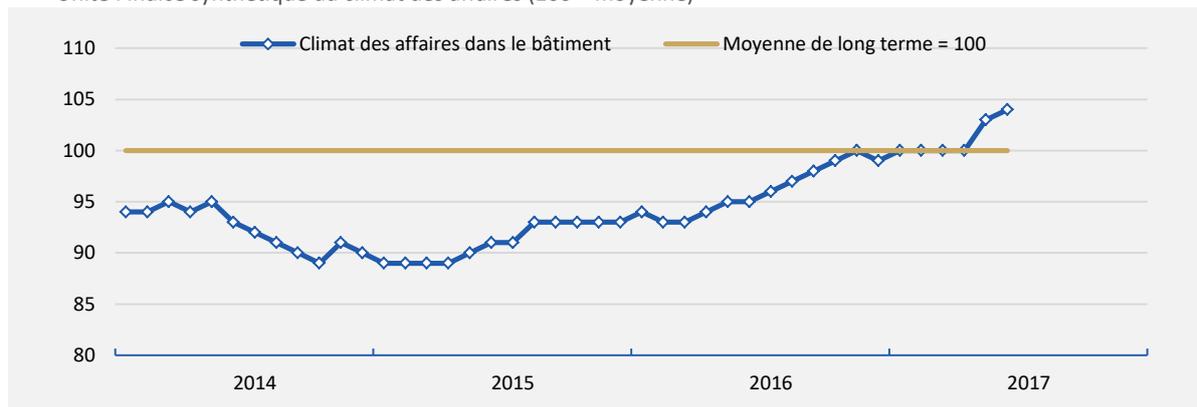
Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

Confirmation du décollage

Tous les voyants sont au vert dans la construction. Après être resté scotché à 100 pendant trois mois, le climat des affaires dans le bâtiment a fini par casser cette barre en mai pour s'établir à 104 en juin et se hisser ainsi à son plus haut niveau depuis juillet 2011. L'amélioration est générale et tous les soldes d'opinions sont, soit au-dessus de leur moyenne de long terme, soit en passe de la retrouver. Les carnets de commandes se remplissent et davantage d'entrepreneurs envisagent d'embaucher : la construction, qui a détruit près de 200 000 postes depuis fin 2008 et qui n'avait plus connu de trimestre positif depuis début 2012, a connu un net rebond au 1^{er} trimestre avec 9 300 créations nettes. Signe que l'amélioration s'enracine, le taux d'utilisation des capacités de production s'élève et se rapproche de sa moyenne de long terme, tandis que plus de 30% des entreprises sont concernées par des goulots de production, un niveau inconnu depuis juin 2009. Du côté des TP, après un début d'année modeste (sur les 4 premiers mois de l'année, l'activité est restée stable comparée aux 4 premiers mois de 2016), l'accélération est en vue : les prises de commandes s'envolent (attribution de projets liés au Grand Paris), en hausse de 17% sur un an sur la période janvier-avril. Finalement, c'est bien l'ensemble du BTP qui renoue actuellement avec la croissance.

■ Le climat des affaires dans le bâtiment

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Les perspectives d'activité dans le bâtiment

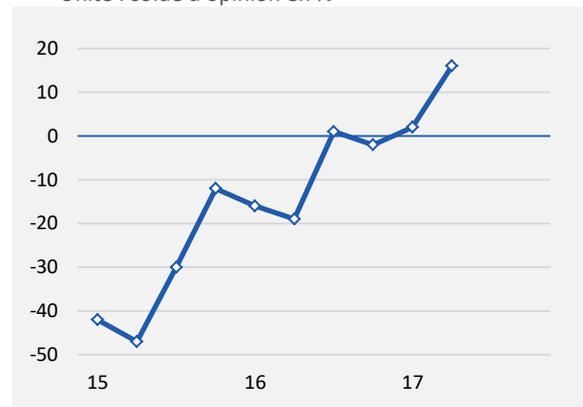
Unité : solde d'opinion en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Les perspectives d'activité dans les travaux publics

Unité : solde d'opinion en %



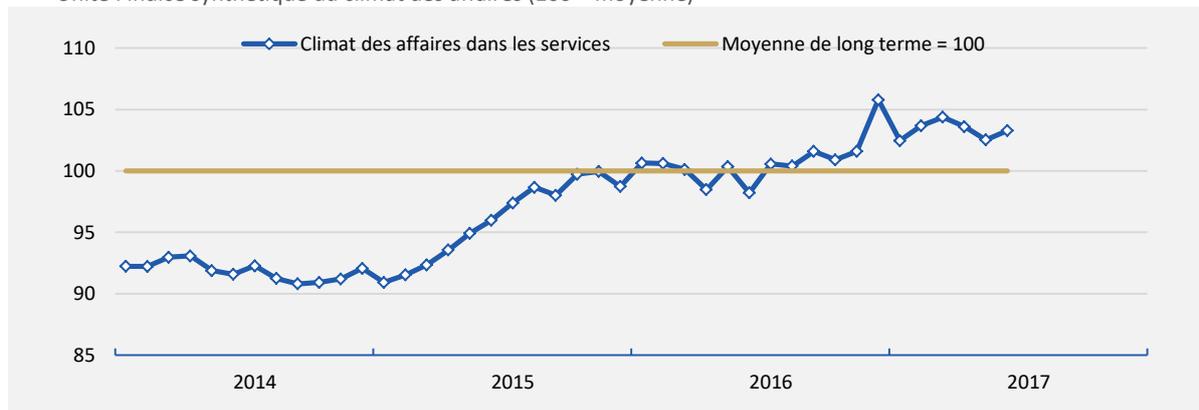
Source : Insee, dernière donnée disponible T2 2017

Toujours stables

À 103, le climat des affaires reste inchangé en juin. Signe du manque d'élan de la conjoncture dans les services, les soldes d'opinions sur l'évolution de l'activité (passée comme prévue) ne parviennent pas à s'arracher de leur moyenne de long terme et sont même en léger recul au deuxième trimestre, laissant entrevoir une performance en demi-teinte. Un passage à vide certainement transitoire comme le dévoile l'indicateur de retournement : à 0,9 en juin, il est remonté dans la zone indiquant une conjoncture favorable et se trouve à son plus haut niveau depuis février 2016. Si la tendance des dernières enquêtes est décevante, il ne faut pas non plus noircir le tableau. Excepté pour la branche information-communication (99), tous les indicateurs se situent au-dessus de leur moyenne de long terme, avec en tête de liste, le secteur du transport routier de marchandises (111) qui fait écho au dynamisme de l'industrie. L'amélioration dans l'hébergement-restauration est sensible avec des perspectives d'activité en hausse, ce qui est de bon augure juste avant le démarrage de la saison touristique estivale.

■ Le climat des affaires dans les services

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Les perspectives d'activité dans les services

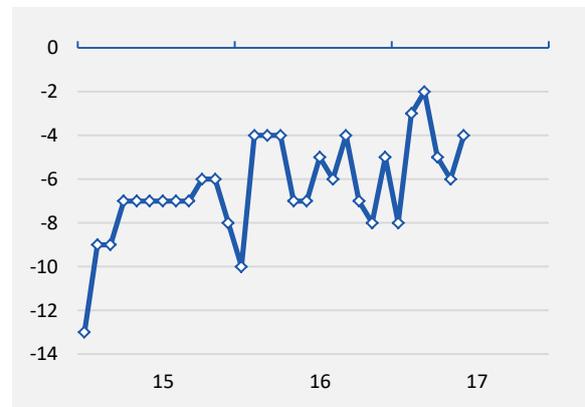
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Les perspectives de prix dans les services

Unité : solde d'opinion, en %



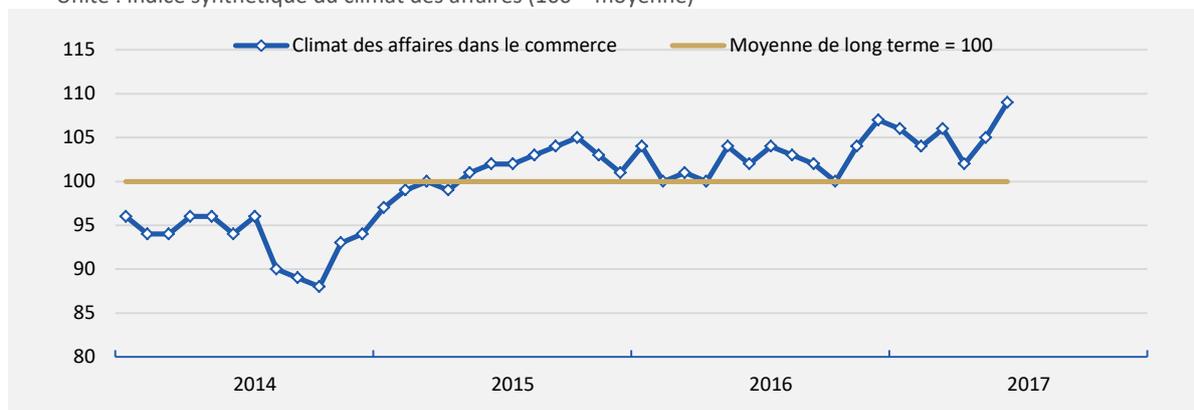
Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

Moral au beau fixe

À 109, le climat des affaires confirme son redressement et se situe à son plus haut niveau depuis février 2008, c'est-à-dire avant le grand plongeon lié à la pire récession depuis la 2^{nde} guerre mondiale. Les ventes passées sont à un haut niveau et l'optimisme est de retour chez les commerçants. Quasiment tous les soldes relatifs à la tendance à venir (des intentions de commandes en passant par les perspectives générales) sont en progression alors qu'ils étaient déjà supérieurs à leurs niveaux moyens et les stocks sont bas. L'embellie est générale et se diffuse désormais au commerce spécialisé, qui était jusqu'ici resté en marge de l'amélioration générale. Une fois de plus, c'est du côté du commerce et de la réparation automobile que les soldes d'opinions sont les plus élevés, ce qui est de bon augure sur la solidité du marché automobile après déjà un bon millésime 2016. Parmi les signaux les plus encourageants, les commerçants sont à nouveau offensifs en matière d'emploi et de plus en plus prévoient d'embaucher.

■ Le climat des affaires dans le commerce

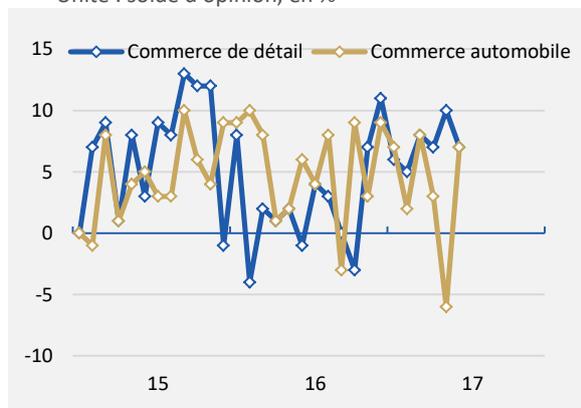
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Les perspectives d'activité dans le commerce

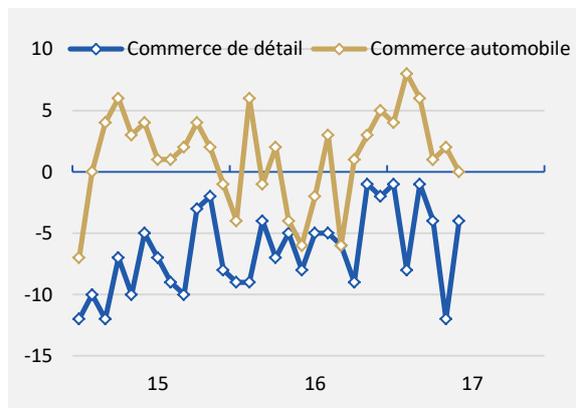
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Les perspectives de prix dans le commerce

Unité : solde d'opinion, en %



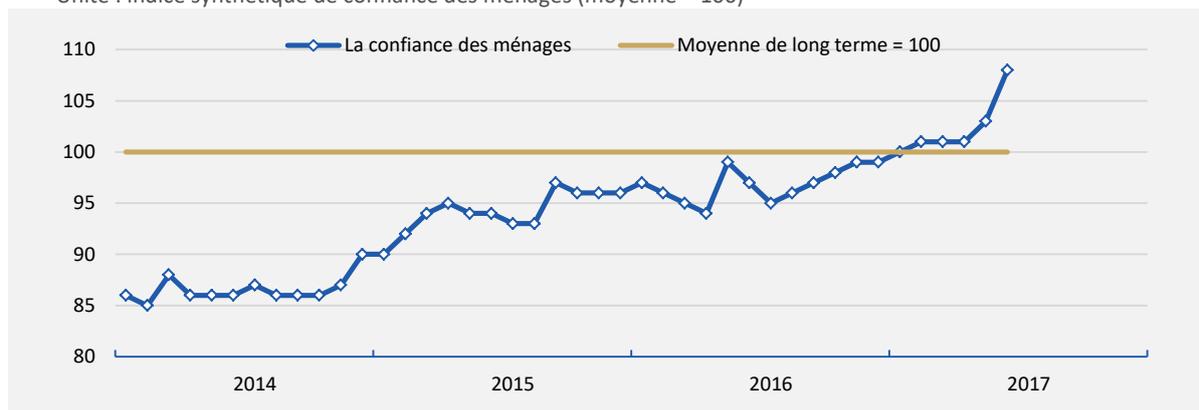
Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

Confiance des ménages : à un pic depuis 10 ans

Coincé depuis le début de l'année près du niveau de sa moyenne de longue période (100), l'indicateur synthétisant la confiance a accéléré ces deux derniers mois, enchaînant une hausse de 2 points en mai et une progression de 5 points en juin pour finalement atteindre un plus haut depuis juin 2007. Ce regain d'optimisme des Français se manifeste à la fois dans leur jugement sur leur situation personnelle et dans leur opinion sur le contexte économique avec, notamment, des craintes sur le chômage au plus bas depuis début 2008. La part des ménages estimant opportun d'effectuer des achats importants fait un bon de 11 points et retrouve son niveau de février 2017, nettement au-dessus de sa moyenne de longue période. C'est plutôt bon signe sur la bonne tenue de la consommation : si le pouvoir d'achat est en partie rogné par la hausse des prix, les ménages sont prêts à puiser dans leur épargne en attendant que leur revenu réel s'élève à nouveau. C'est d'autant plus encourageant que la consommation a de nouveau progressé en mai (+0,7%) et, contrairement à avril, pas seulement grâce aux dépenses d'énergie mais aussi aux achats de biens manufacturés.

■ La confiance des ménages

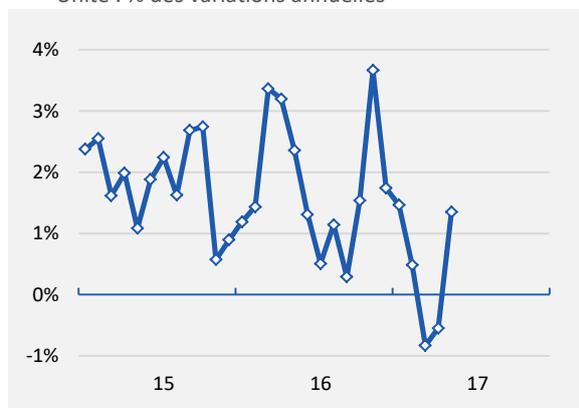
Unité : indice synthétique de confiance des ménages (moyenne = 100)



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ La consommation en biens des ménages

Unité : % des variations annuelles



Source : Insee, dernière donnée disponible 05/2017

■ Le taux de chômage

Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 05/2017

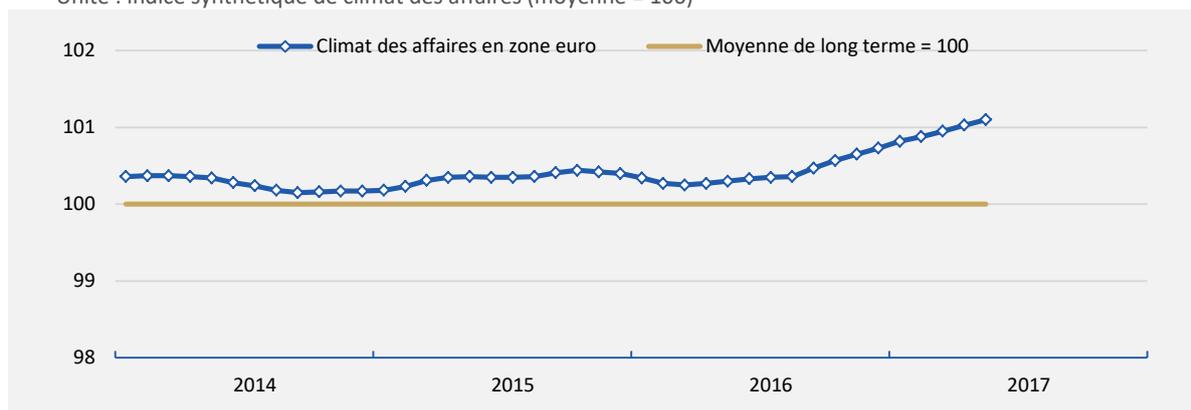
La zone euro fait le plein de confiance

La confiance des industriels de la zone euro a encore progressé en mai, se hissant à son plus haut niveau depuis mai 2011. Cette franche amélioration des enquêtes d'opinion reflète une embellie de l'activité réelle. La croissance du PIB de la zone euro a en effet accéléré au 1^{er} trimestre (+0,6%), affichant ainsi sa plus forte hausse trimestrielle depuis 2 ans. Cependant, la forte appréciation de l'euro par rapport au dollar américain depuis début avril se traduira probablement par un arrêt de la tendance haussière de la confiance des industriels européens en juin.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, en revanche, la tendance haussière s'est retournée (ou au moins interrompue) ces trois derniers mois, après une période d'amélioration qui durait depuis septembre 2016. Au Royaume-Uni, les effets du Brexit commencent à se manifester dans les données de l'activité réelle, avec notamment un fort ralentissement du PIB et de la consommation des ménages au 1^{er} trimestre. Aux États-Unis, les derniers chiffres concernant la croissance et les créations d'emploi ont fait également état d'un certain essoufflement de l'activité.

■ Le climat des affaires en zone euro

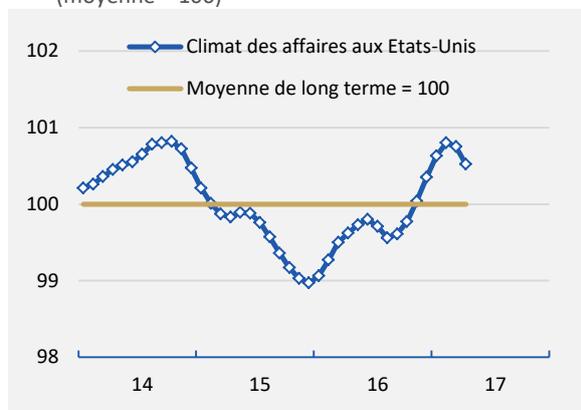
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 05/2017

■ Le climat des affaires aux États-Unis

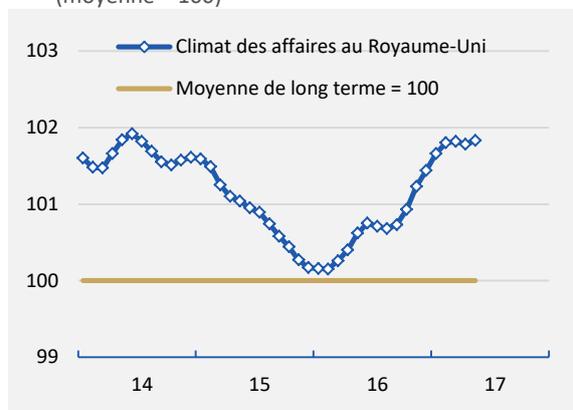
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 04/2017

■ Le climat des affaires au Royaume-Uni

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



Source : OECD, dernière donnée disponible 05/2017

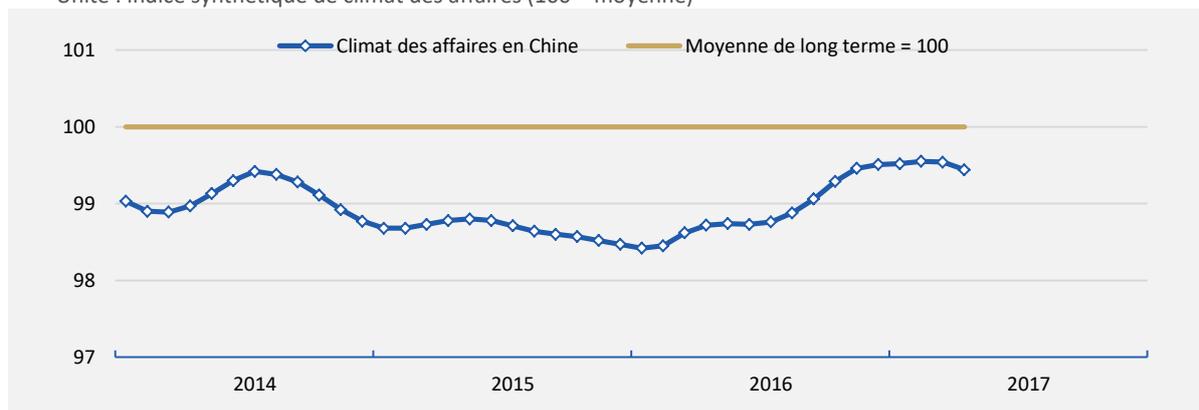
Le climat des affaires demeure loin des sommets atteints dans les années 2010

Le climat des affaires dans les principales économies émergentes (Chine, Russie et Brésil) s'est globalement amélioré depuis le début de 2016, sous l'effet de la remontée des cours du pétrole et des métaux industriels (qui représentent une part importante des exportations russes et brésiliennes) et d'une reprise modérée de l'activité en Chine (qui montre par ailleurs déjà des signes d'essoufflement). Cette amélioration a été particulièrement nette au Brésil, où l'économie s'est extirpée ces derniers mois d'une longue période de récession et d'inflation élevée.

Néanmoins, sur le long terme, les niveaux des indicateurs de confiance des industriels restent bien en deçà des sommets atteints entre 2004 et 2010, dans les trois pays. Ceux de la Chine et du Brésil continuent même d'évoluer au-dessous de leur moyenne de long terme, indiquant le niveau « normal » du climat des affaires. En Russie, en revanche, le climat des affaires est au-dessus de sa moyenne de long terme, mais il s'est nettement dégradé en mars et avril, en lien avec la nouvelle baisse du cours du Brent depuis mars dernier.

■ Le climat des affaires en Chine

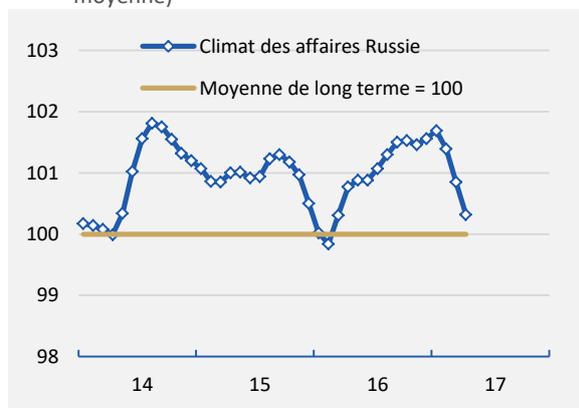
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 04/2017

■ Le climat des affaires en Russie

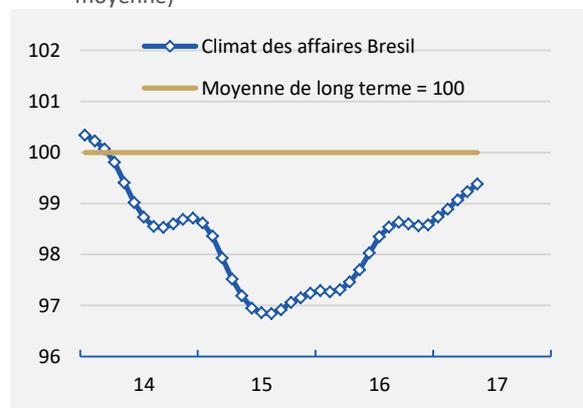
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 04/2017

■ Le climat des affaires au Brésil

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



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 05/2017

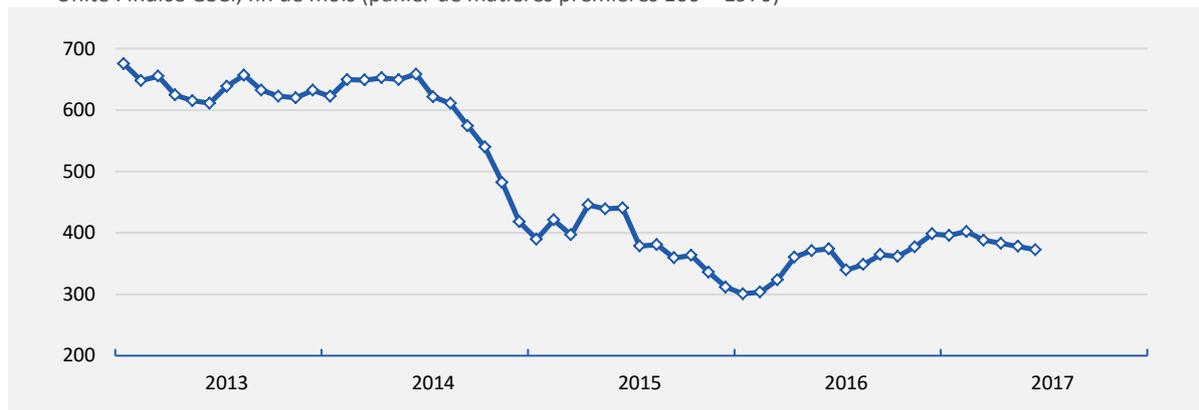
Le Brent est retombé en juin à son niveau de novembre 2016

Le 25 mai dernier, les pays membres de l'OPEP et 11 autres importants producteurs (dont la Russie) ont décidé de prolonger de 9 mois la restriction concertée de leur production pétrolière. L'accord initial, datant de novembre dernier, prévoyait des coupes dans la production des pays signataires sur les six premiers mois de 2017, à hauteur de 1,8 million de barils/jour. Le prolongement de l'accord, fortement voulu par l'Arabie saoudite, a été accueilli très froidement par les marchés, qui attendaient probablement un plus grand effort de réduction de l'offre ou un engagement de plus long terme.

Le cours du Brent a même chuté à 47 dollars en moyenne sur le mois de juin, son plus bas niveau depuis novembre 2016. Autrement dit, malgré l'effort de restriction de l'offre de l'OPEP et de la Russie, le prix du baril est redescendu au niveau de la période précédant l'accord. Il faut dire que l'expérience du premier semestre a montré que les coupes ne sont pas respectées tous les mois avec le même zèle par l'ensemble des pays signataires et que la réduction effective de leur offre a largement reposé sur l'effort de l'Arabie saoudite. En outre, les pays de l'OPEP exemptés de l'accord de novembre, le Nigéria et la Libye, ont affiché une forte hausse de leur production en mai. Enfin, la production des États-Unis continue de progresser et dépasse désormais d'environ 800 000 barils/jour le point bas d'août 2016, ce qui compense en partie la baisse de l'offre de 1,8 million de barils/jour programmée par l'OPEP et la Russie.

■ 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 06/2017

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

Unité : prix en dollars US / baril Pays-Bas



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 04/2017

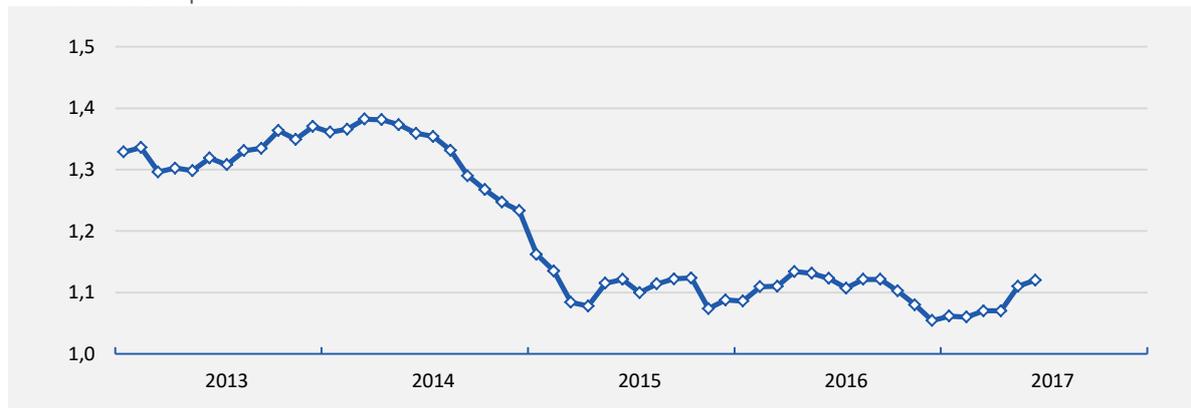
Forte réappréciation de l'euro depuis mai

L'euro s'est apprécié de près de 5% vis-à-vis du dollar américain au cours des deux derniers mois. En moyenne en juin il s'est échangé contre 1,12 dollar, à comparer avec un taux de change de 1,07 en avril. Le taux de change euro-dollar a ainsi retrouvé son niveau de septembre 2016, avant l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis. L'appréciation de l'euro va à l'encontre des politiques monétaires menées des deux côtés de l'Atlantique, car le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro continue de s'élargir, avec la nouvelle hausse des taux directeurs américains annoncée en juin (la deuxième cette année).

Cependant, la remontée des taux directeurs de la Réserve fédérale et le maintien d'une politique monétaire expansionniste dans la zone euro sont déjà bien ancrés dans les anticipations des marchés. Ces derniers sont en revanche très sensibles aux événements qui remettent en cause le scénario d'une économie américaine plus dynamique que celle de la zone euro. De ce point de vue, les événements ou publications des trois derniers mois peuvent expliquer la remontée récente de l'euro. Du côté américain, les chiffres décevants de la croissance au 1^{er} trimestre, cumulés aux difficultés de Donald Trump à mener sa politique budgétaire. Côté européen, l'accélération du PIB de la zone euro et de toutes les grandes économies de la zone constatée au 1^{er} trimestre, mais aussi le succès d'Emmanuel Macron à l'élection présidentielle française (un résultat a priori favorable à la cohésion de la zone euro).

■ Le cours euro / dollar

Unité : dollar pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Le cours euro / livre sterling

Unité : livre sterling pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

■ Le cours euro / yen

Unité : yen pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

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 en machines et équipements | 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 |

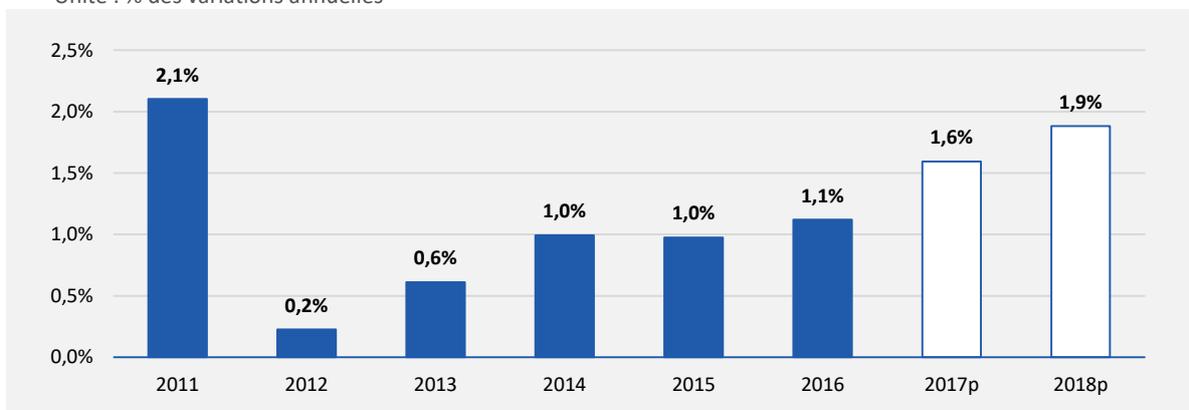
La barre des 2% se rapproche

L'économie française apparaît en meilleure forme. D'abord, la croissance est de retour et à 0,5% au 1^{er} trimestre, la tendance de fond est peut-être même sous-évaluée en raison de chocs ponctuels qui brouillent la lecture des chiffres du début d'année : clémence de la météo qui a fait plonger les dépenses d'énergie, à-coups sur les livraisons d'Airbus, achats inhabituellement forts et concentrés sur le seul mois de janvier de produits pharmaceutiques, etc. Ensuite, une série de bons indicateurs est venue confirmer la plus grande solidité de l'économie : nette amélioration des enquêtes de confiance, baisse du taux de chômage et nouvelle progression convaincante des créations d'emplois dans le privé. Autre point d'optimisme, la zone euro va beaucoup mieux : l'Allemagne, l'Espagne et même l'Italie ont des trajectoires haussières marquées.

L'accélération attendue de la croissance en France s'appuie d'abord sur l'investissement en logement des ménages et sur une contribution moins négative du commerce extérieur, grâce au rebond des exportations. La croissance pourrait être plus élevée encore en 2017 si la consommation n'était pas freinée par le retour (timide) de l'inflation et si la progression en moyenne annuelle de l'investissement n'était pas tirée vers le bas par le contrecoup lié à l'expiration de la mesure de suramortissement. Mais une véritable dynamique s'est mise en place du côté des entreprises, indiquant que la reprise des dépenses d'équipement n'est pas uniquement due à un processus fiscal. Portée par des conditions de financement favorables, l'amélioration des perspectives de demande et une meilleure situation financière, l'investissement va très vite ré-accélerer et soutenir la croissance. Idem pour la consommation des ménages : la hausse de l'inflation sur le pouvoir d'achat sera compensée par les créations d'emplois et un zeste de revalorisation salariale supplémentaire. Tous les moteurs seront donc en phase en 2018 pour amener la croissance aux portes des 2%.

■ Le PIB de la France

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi / Source : Insee

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

Unité : % des variations annuelles

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

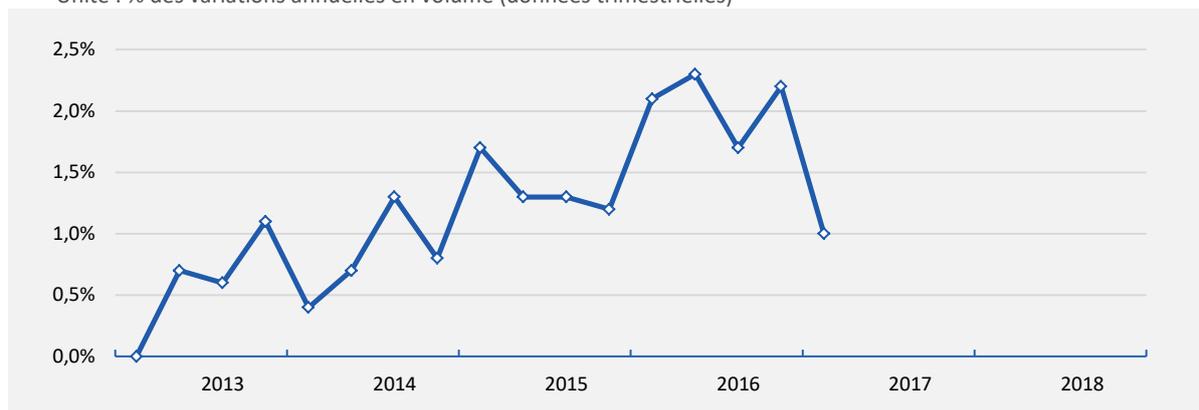
Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Xerfi

L'amélioration du moral soutient la consommation

Une fois n'est pas coutume, ce n'est pas du côté des ressorts économiques habituels qu'il faudra chercher les soutiens de la consommation, mais plutôt du côté de la bulle d'optimisme qui entoure les ménages. Avec un indice de confiance qui se situe nettement au-dessus de sa moyenne de long terme et qui intègre à la fois de meilleures perspectives anticipées sur le chômage et des intentions d'effectuer des achats importants en hausse, le contexte est désormais favorable à une légère réduction du taux d'épargne (de l'ordre de 0,5 à 0,8 point sur 2017-2018). Cela permettra de soutenir les dépenses malgré les moindres gains de pouvoir d'achat en 2017. Le coup d'arrêt de la consommation au 1^{er} trimestre n'aura donc été que transitoire et lié à l'impact d'un facteur exogène (la clémence de la météo qui a fait chuter les dépenses d'énergie) et au retour timide de l'inflation qui freine le pouvoir d'achat. Avec quasiment un zéro pointé sur les trois premiers mois de l'année, la consommation des ménages ralentira cette année mais restera l'un des moteurs de la croissance. En phase avec le rebond attendu du revenu réel, 2018 s'annonce plus dynamique avec une nouvelle accélération des dépenses des ménages en perspective.

■ La consommation des ménages

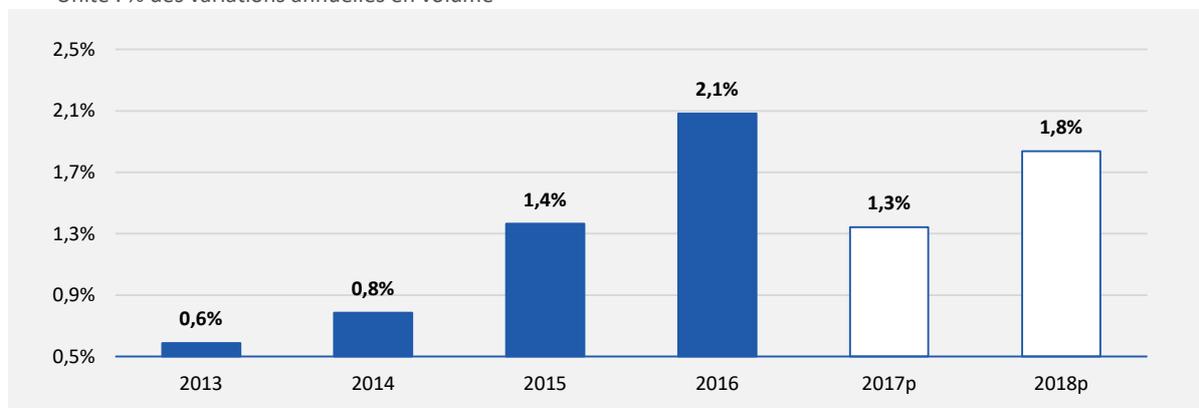
Unité : % des variations annuelles en volume (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T1 2017

■ La consommation des ménages

Unité : % des variations annuelles en volume



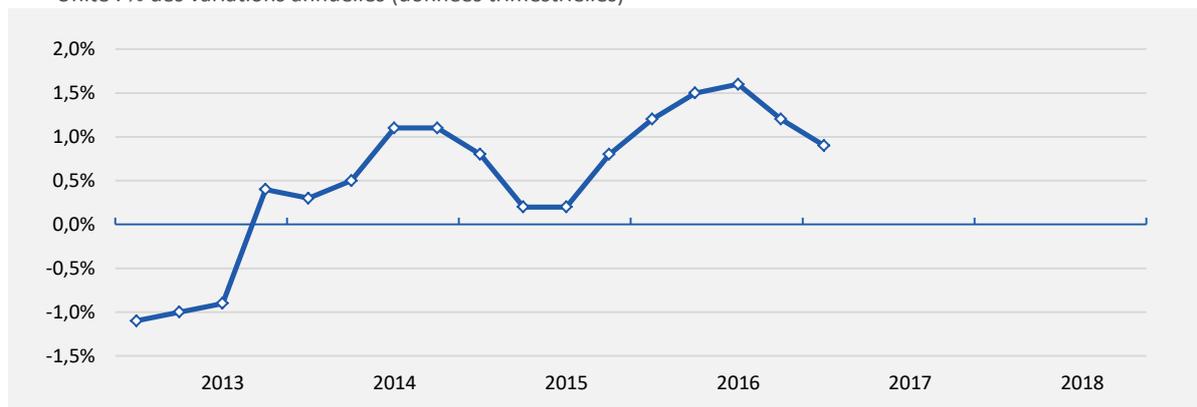
Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

Bloqué à 1% de hausse en attendant 2018

2017 ne sera pas une très bonne année pour le pouvoir d'achat. En cause, la remontée des prix fin 2016 et au 1^{er} trimestre 2017 alors qu'ils étaient restés proches de zéro en moyenne sur la période 2015-2016. Conséquence, le pouvoir d'achat par unité de consommation (qui intègre à la fois l'évolution du nombre de ménages et leur composition) est resté figé pendant 6 mois, hypothéquant la performance à espérer en moyenne sur l'année. À cela s'ajoute la pression toujours très forte sur les salaires dans un contexte de chômage élevé. Le ton avait d'ailleurs été donné par l'ancien gouvernement, la hausse du SMIC ayant été limitée à 0,93% au 1^{er} janvier, sans coup de pouce particulier. Toutefois, 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 prendre de l'ampleur en 2018 : hausse de l'emploi, revalorisations salariales plus importantes, mesures pour le pouvoir d'achat (exonération de la taxe d'habitation pour 80% des ménages, hausse de la prime d'activité pour les bas salaires, etc.) même s'il existe désormais un doute sur leur calendrier après l'audit des comptes publics (qui a révélé un trou de 8 milliards d'euros). Seul frein à une progression plus rapide du pouvoir d'achat, la hausse des prix devrait monter d'un cran en 2018 avec la remontée des prix du pétrole et le regain d'inflation importée.

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

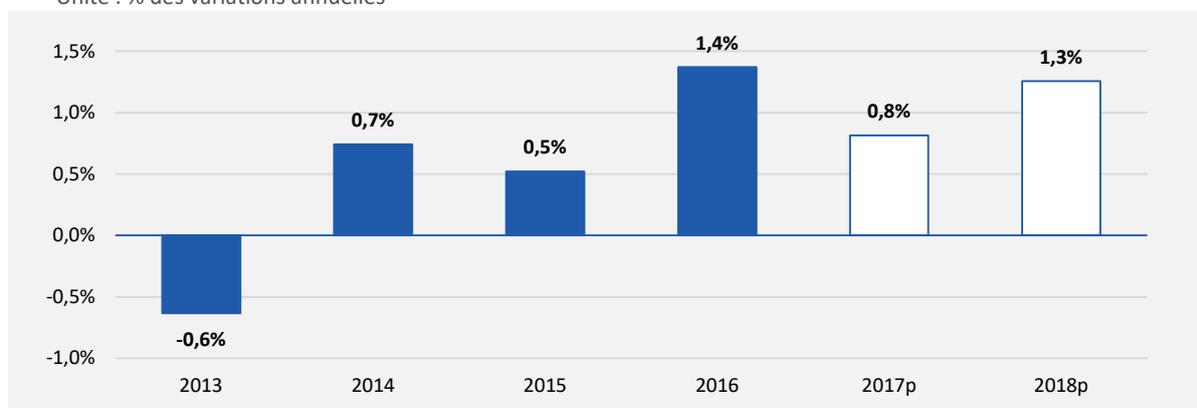
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T1 2017

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

Unité : % des variations annuelles



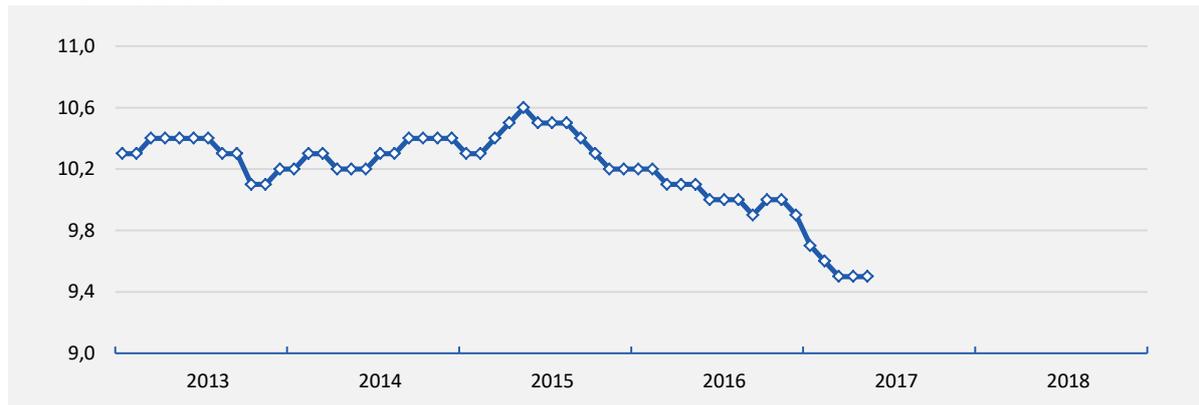
Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

Marche arrière

Les créations d'emplois s'accroissent enfin. Au 1^{er} trimestre, l'emploi salarié (privé et public) a augmenté de 89 700 postes, soit de près de 360 000 en rythme annualisé. C'est un plus haut jamais atteint depuis la refonte des statistiques sous leur forme actuelle au 4^e trimestre 2010. Signe de l'enracinement de la reprise de l'emploi, cela fait maintenant 10 trimestres de hausse consécutifs pour un total de 515 000 créations nettes depuis l'été 2014. Portée pour l'essentiel par le privé (90%), l'amélioration paraît solide et devrait prendre de l'ampleur au fur et à mesure de l'accélération de la croissance et du retour à des anticipations beaucoup plus optimistes des chefs d'entreprise sur l'évolution de leur business. À cela s'ajoute l'enrichissement en emplois de la croissance avec les différentes mesures prises lors de la dernière législature. Ce bon signal peut être en parti 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 du radar des statistiques du chômage. Cela explique en partie la lenteur de la décrue du taux de chômage qui, fin 2018, ne sera toujours pas revenu à son niveau d'avant crise.

■ Le taux de chômage

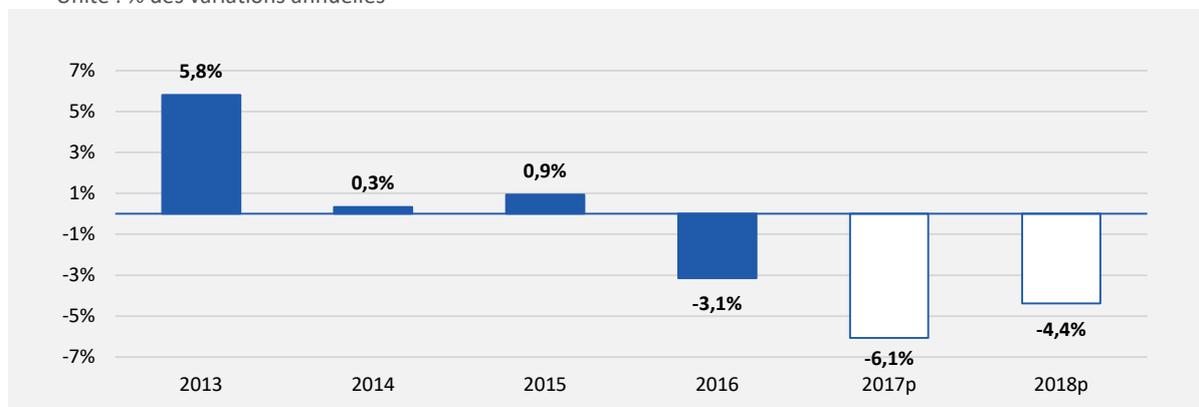
Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 05/2017

■ Le nombre de chômeurs

Unité : % des variations annuelles



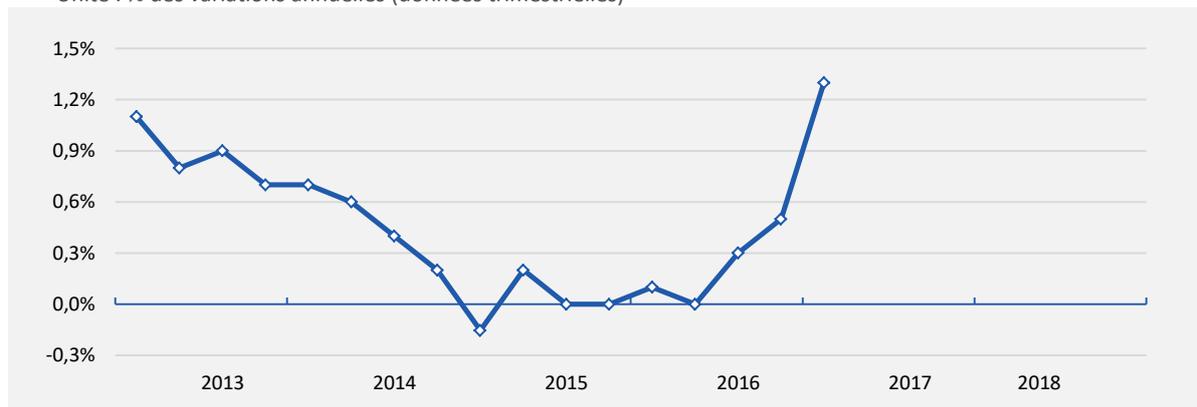
Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Eurostat

Retour timide

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) reproduit pour l'essentiel la trajectoire des prix du pétrole dont les cours en euros ont été divisés par deux. Leur remontée jusqu'au printemps 2017 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 en dessous de 0,5%. Tant qu'aucune boucle prix-salaire ne s'enclenche (il faudrait pour cela se rapprocher du plein emploi, ce qui n'est pas encore le cas), la trajectoire de l'inflation reflétera d'abord l'évolution des prix de l'énergie, donc principalement du pétrole. Or, après une réaction épidermique à la suite des accords de production d'Alger et de Vienne, les cours du Brent se sont à nouveau assouplis, ce qui limitera la hausse générale des prix en 2017. Le rééquilibrage entre l'offre et la demande de pétrole ayant pris du retard, ce n'est qu'en 2018 que la hausse des cours va durablement s'installer avec ses conséquences en cascade sur l'inflation avec en plus, en fin de période, une légère accélération des salaires en rapport avec une l'amélioration plus franche du marché du travail.

■ L'inflation

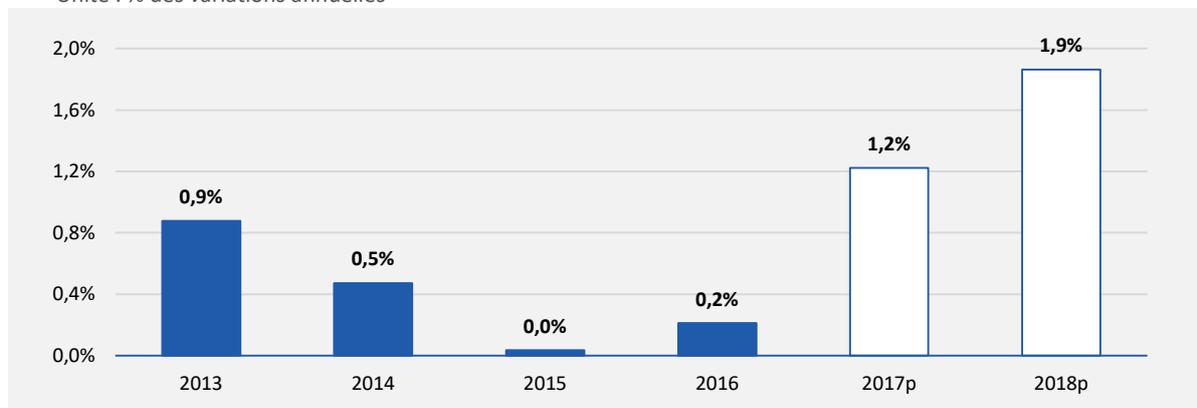
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T1 2017

■ L'inflation

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

L'INVESTISSEMENT EN MACHINES ET ÉQUIPEMENTS

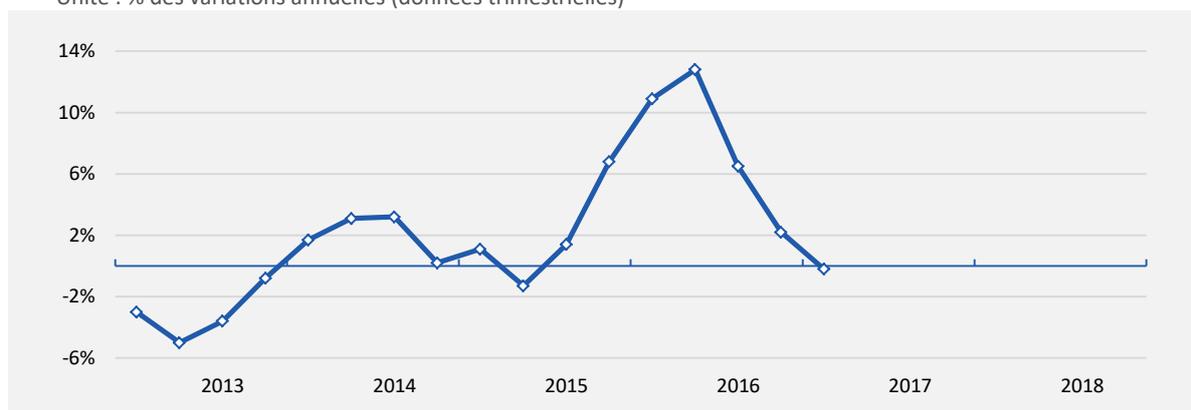
Investissement : croissance robuste

Une nouvelle dynamique s'est mise en place et elle est solide. Il faut certes relativiser le très bon chiffre du 1^{er} trimestre, car il y a une dose de dépenses anticipées liée à la fin programmée du suramortissement. Il faut donc s'attendre à un sérieux coup de frein aux 2^e et 3^e trimestres. Cela donne un profil heurté et une performance annuelle moyenne pour 2017, nettement en dessous de celle de 2016. Mais la tendance de fond est bonne et l'investissement des entreprises reprendrait de l'élan dès le 4^e trimestre et tout au long de 2018, les principaux déterminants des dépenses en machines et équipements restant bien orientés :

- le taux d'utilisation des capacités de production va 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 (et la faiblesse du prix des matières premières) a permis de rééquilibrer la situation. À cela s'ajoutent 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) ;
- le retard d'investissement hérité de la grande crise n'est toujours pas encore résorbé, la phase de rattrapage n'est donc pas encore terminée.

■ L'investissement en machines et équipements

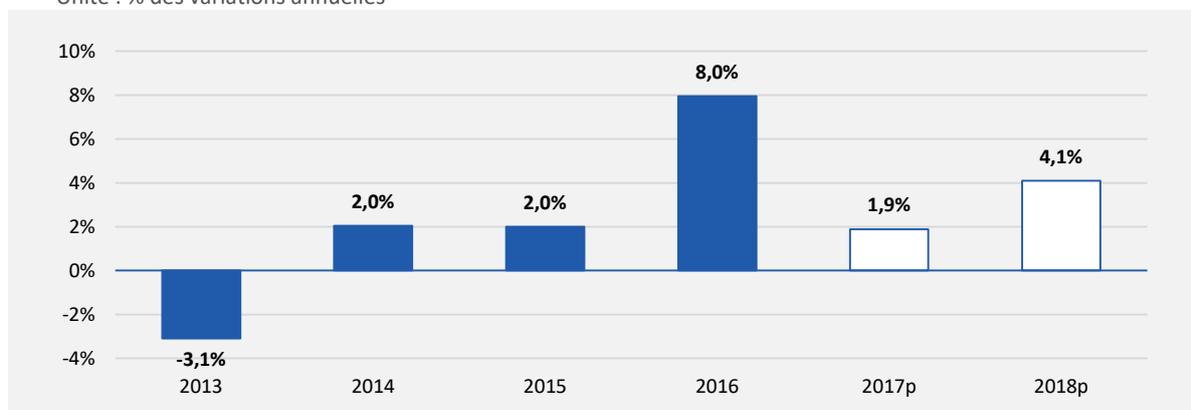
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T1 2017

■ L'investissement en machines et équipements

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

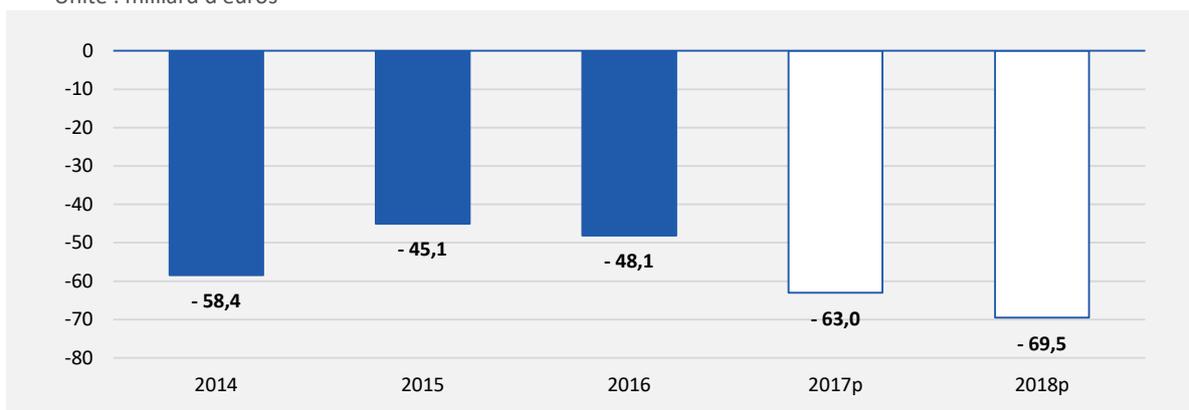
Vers une nouvelle hausse du déficit commercial

La baisse des prix du pétrole et le recul de la facture énergétique n'ont pas suffi à faire baisser le déficit commercial français l'année dernière. La réduction d'environ 6 milliards d'euros du déficit énergétique a en effet été largement neutralisée par le creusement du déficit manufacturier. En cause, une baisse des exportations de produits fabriqués en France, s'expliquant en partie par le ralentissement généralisé du commerce mondial observé l'année dernière, mais aussi – et cela est plus problématique – par une érosion continue de la part des exportations françaises, non seulement dans le commerce mondial mais aussi dans les échanges intra-européens.

L'année 2017 a mal débuté pour le commerce extérieur hexagonal, avec un déficit de près de 25 milliards d'euros cumulé de janvier à avril (à comparer avec un déficit de 17 milliards sur la même période de 2016). Sur l'ensemble de cette année et en 2018, nous attendons une nouvelle dégradation de la balance commerciale française, qui devrait afficher un déficit proche de la barre des 70 milliards d'euros en 2018. D'une part, le déficit manufacturier continuera de se creuser, suivant une tendance qui est désormais structurelle. D'autre part, la facture énergétique de la France sera plus salée cette année et un peu plus encore l'année prochaine. En effet, même si notre scénario de base table sur une remontée très lente du cours du Brent vers les 60 dollars le baril d'ici fin 2018, cela se traduira par un renchérissement du pétrole de 15% en 2017 (par rapport au cours moyen de 2016) et de 7% en 2018.

■ Le solde commercial de la France

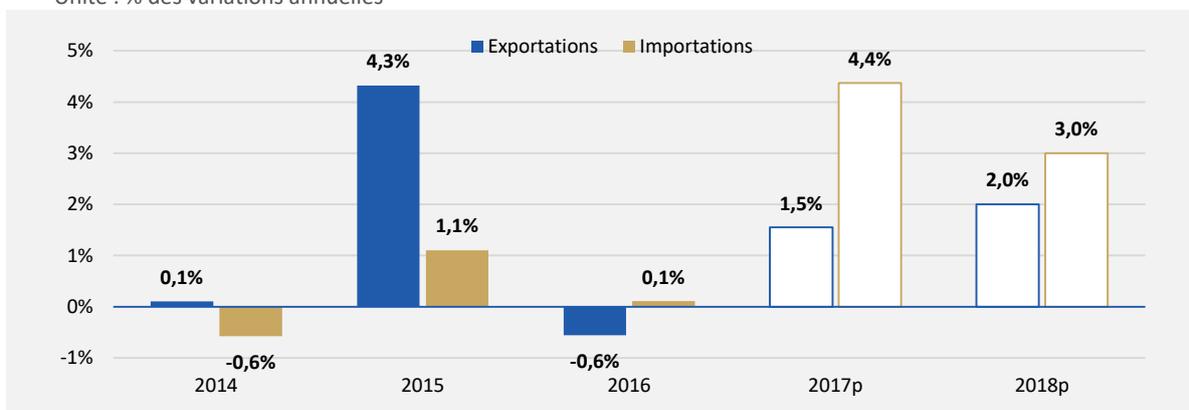
Unité : milliard d'euros



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

■ Les exportations et importations de la France

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

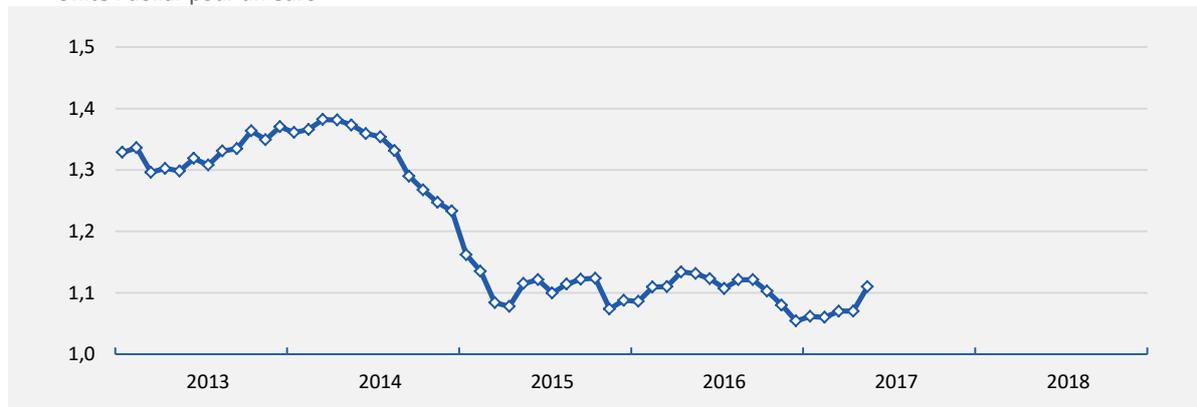
L'euro-dollar ne devrait pas s'éloigner de sa nouvelle « norme », juste au-dessus de 1,10

Le mouvement de dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar du dernier trimestre de 2016 ne s'est pas prolongé sur les six derniers mois de 2017. Bien au contraire, après une très légère remontée entre janvier et avril, l'euro s'est réapprécié encore plus nettement ces deux derniers mois vis-à-vis de la devise américaine, retrouvant en juin sa valeur de septembre 2016 (1,12 dollar). Dans une perspective de court terme, les informations conjoncturelles en provenance des deux zones monétaires (reprise dans la zone euro, signaux d'essoufflement du cycle expansif aux Etats-Unis) militent désormais pour une poursuite de la réappréciation de l'euro au cours des prochains mois.

Nous tablons cependant sur une appréciation très modérée de la devise européenne, avec un taux de change qui ne devrait pas s'éloigner de la barre de 1,10 dollar pour un euro d'ici fin 2018. En effet, si l'on prend de la hauteur en observant l'évolution de ce taux de change depuis la naissance de la devise européenne en 1999, on remarquera que depuis début 2015 il oscille autour de 1,10 avec une volatilité nettement moindre qu'au cours des périodes précédentes. Cette nouvelle « norme » est le résultat d'une forte dépréciation de l'euro tout au long du second semestre de 2014 (en mai de cette année un euro valait près de 1,40 dollar) et a été validée par le consensus des principaux banquiers centraux lors de leur traditionnel rendez-vous estival de Jackson Hole aux Etats-Unis, en août 2014. Cette nouvelle norme est par ailleurs synonyme de gains de compétitivité pour les exportations européennes, notamment par rapport à la première moitié des années 2010.

■ Le cours euro / dollar

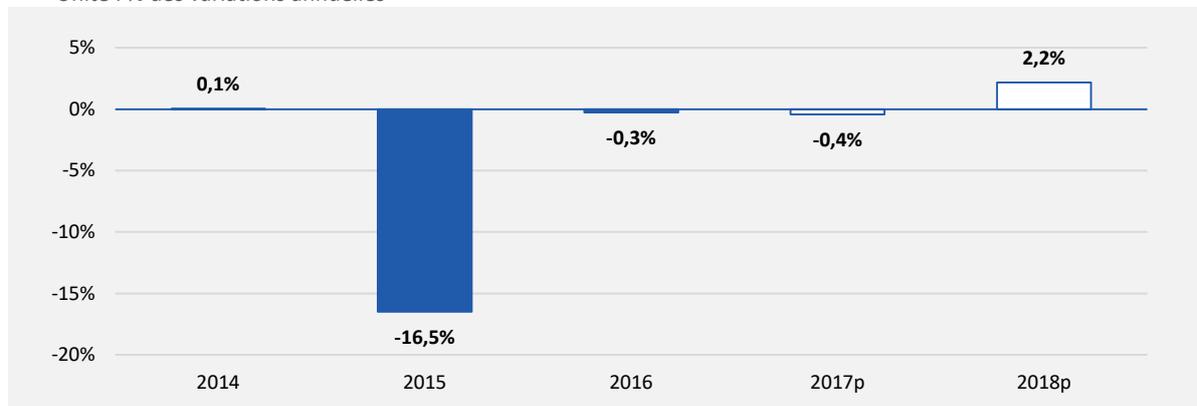
Unité : dollar pour un euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 05/2017

■ Le cours euro / dollar

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

Légère remontée du Brent vers les 60 dollars d'ici la fin 2018

Les pays de l'OPEP et 11 pays non membres de l'OPEP (parmi lesquels la Russie) se sont accordés – à la fin de l'année dernière – pour réduire leur production en 2017. À l'épreuve des faits, au premier trimestre 2017, la baisse effective de la production de ces pays a été inférieure aux engagements d'environ 500 000 barils par jour. En dépit du prolongement de cet accord jusqu'à mars 2018 (ratifié par ces mêmes pays le 25 mai dernier), nous ne croyons pas en une remontée très franche du cours du pétrole à partir du niveau actuel (qui est inférieur à 50 dollars le baril). En effet, la baisse de la production décidée en 2016 est somme toute modérée (moins de 2% de la production mondiale actuelle) et elle a été concédée précisément au moment où la production des principaux pays concernés (l'Arabie saoudite et la Russie) était à son record historique. En outre, cet accord n'est que partiellement respecté par la plupart de ses signataires et repose largement sur un effort de l'Arabie saoudite. Enfin, 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 plus de 10% depuis son point bas de fin août 2016.

Dans ce contexte, l'excès d'offre du marché mondial ne se réduira que très graduellement au cours de prochains trimestres, poussant le prix du Brent à une lente remontée vers les 60 dollars d'ici la fin 2018. En termes de moyennes annuelles, ce scénario implique un renchérissement du pétrole d'environ 15% en 2017 et de 7% en 2018.

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

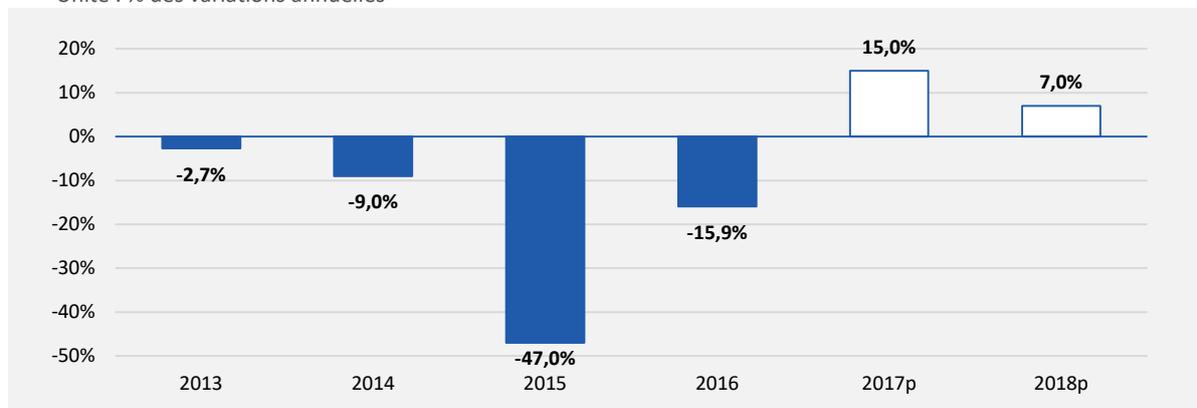
Unité : prix en dollars US / baril Pays-Bas



Source : Insee, dernière donnée disponible 06/2017

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

Unité : % des variations annuelles



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

Hausse généralisée des cours en 2017

Après un rebond marqué entre début janvier et début mars, l'indice GSCI des métaux a affiché un ajustement baissier ces 4 derniers mois. Les prévisions de croissance de la demande mondiale en 2017 ont été généralement revues à la baisse dans la perspective d'un ralentissement de la construction résidentielle en Chine, dû à un resserrement du crédit piloté par les autorités monétaires. Néanmoins, malgré cet ajustement baissier, l'indice synthétique des métaux évolue à des niveaux d'environ 30% supérieurs au point bas atteint en janvier 2016 et tous les principaux métaux devraient afficher des hausses de cours - en moyenne annuelle - en 2017 (tendance qui devrait se poursuivre en 2018, mais avec des hausses moins fortes). Des baisses de la production mondiale sont attendues cette année du côté du zinc (fermeture de mines en Australie, Chine, Inde et Pérou), du nickel (politiques environnementales plus restrictives aux Philippines), de l'aluminium et de l'acier, alors que la demande sera en phase de reprise dans un environnement conjoncture mondial qui devrait continuer de s'améliorer d'ici 2018.

■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 04/2017

■ Les cours des principaux métaux

Unité : dollars / tonne

| | 2015 | 2016 | 2017 (p) | 2018 (p) |
|-----------|----------|---------|----------|----------|
| Acier | 460,1 | 492,9 | 562,1 | 521,5 |
| Cuivre | 5 443,2 | 4 918,3 | 5 618,6 | 5 783,9 |
| Fer | 56,1 | 58,6 | 68,8 | 62,9 |
| Zinc | 1 930,9 | 2 090,0 | 2 621,7 | 2 733,7 |
| Nickel | 11 824,5 | 9 587,2 | 10 187,2 | 10 820,7 |
| Aluminium | 1 662,8 | 1 603,5 | 1 850,1 | 1 878,5 |

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

■ Les cours des principaux métaux

Unité : % des variations annuelles

| | 2015 | 2016 | 2017 (p) | 2018 (p) |
|-----------|--------|--------|----------|----------|
| Acier | -27,4% | 7,1% | 14,0% | -7,2% |
| Cuivre | -20,4% | -9,6% | 14,2% | 2,9% |
| Fer | -42,0% | 4,3% | 17,5% | -8,6% |
| Zinc | -10,7% | 8,2% | 25,4% | 4,3% |
| Nickel | -29,9% | -18,9% | 6,3% | 6,2% |
| Aluminium | -10,9% | -3,6% | 15,4% | 1,5% |

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / 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 début janvier et mi-février, tiré notamment par un rebond des cours du café, du sucre et du maïs. Cependant, cette hausse a été totalement effacée au cours des quatre mois suivants. D'une manière similaire, la précédente forte hausse des cours agricoles, datant du printemps 2016, a été presque complètement effacée entre juin et septembre.

Au-delà des aléas climatiques qui sont à l'origine de cette forte volatilité des cours agricoles, la tendance de fond reste néanmoins 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, surtout dans les céréales, nous prévoyons des baisses de cours pour le cacao, le blé, le soja et le sucre pour 2017, tandis que les prix du café et du maïs devraient s'inscrire en très légère hausse sur l'ensemble de l'année. Sur l'année 2018, nous ne prévoyons pas de rebond marqué pour aucune des principales matières premières agricoles.

■ Le cours du blé (Chicago)

Unité : prix en cents US par boisseau de 60 livres



Source : Insee, dernière donnée disponible 04/2017

■ Les cours des principales matières premières agricoles

Unité : % des variations annuelles

| | 2015 | 2016 | 2017 (p) | 2018 (p) |
|--------------|--------|--------|----------|----------|
| Blé | -13,7% | -14,0% | -3,4% | -2,1% |
| Maïs | -9,4% | -4,8% | 0,3% | 2,6% |
| Soja | -25,4% | 3,3% | -1,8% | 3,5% |
| Sucre | -19,6% | 38,1% | -8,0% | -3,2% |
| Cacao | 2,8% | -7,7% | -28,3% | 4,6% |
| Café | -25,2% | 2,5% | 0,6% | -1,4% |

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

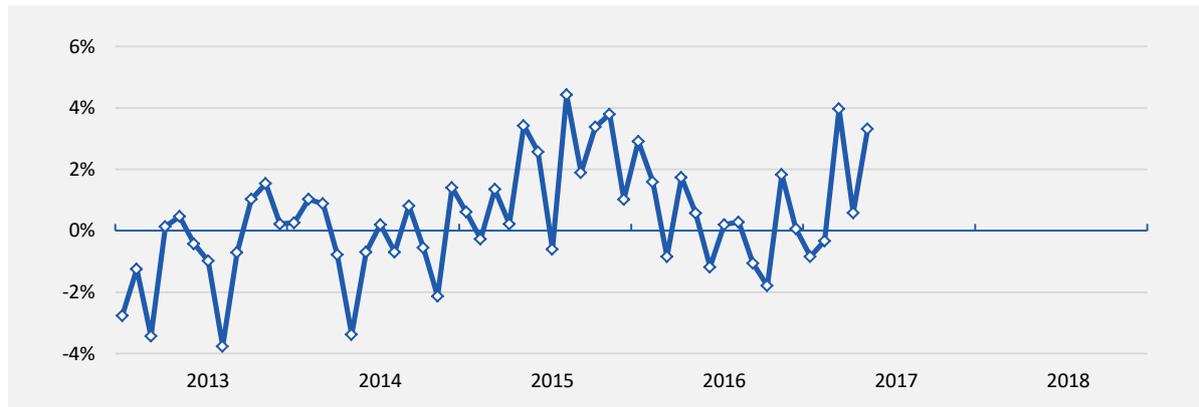
Accélération de l'activité en 2017-2018

La production manufacturière poursuivra son redressement en 2017. Le premier trimestre a été relativement difficile (-0,3% par rapport au T4 2016, mais +0,9% sur un an), avec cependant une accélération de l'activité en mars (+3,5% sur un an). La conjoncture est plutôt porteuse, avec un maintien à bas niveau des taux d'intérêt, la stabilisation autour de 50\$ du baril de pétrole et un scénario de reprise qui se consolide en Europe. Dans ce contexte, la vigueur retrouvée du BTP, la hausse des cadences de production d'Airbus et la dynamique de l'industrie automobile seront les principaux moteurs de la croissance de la production manufacturière. Quant à l'activité en volume de l'industrie agroalimentaire, elle repassera, de peu, en territoire positif après une année 2016 très difficile. Principal bémol, les industriels français apparaissent à la peine par rapport à la concurrence étrangère, comme en témoigne la nette dégradation du solde commercial manufacturier sur les 4 premiers mois de l'année.

En 2018, la croissance de la production manufacturière atteindra 1,8%. Tous les principaux secteurs d'activité seront bien orientés. Le segment des matériels de transport (automobile, aéronautique, etc.) montrera des signes d'essoufflement, mais restera au-dessus de 2% de croissance. 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 retrouvera une croissance un peu plus franche (+0,8% en 2018 contre +0,4% en 2017).

■ La production de l'industrie manufacturière

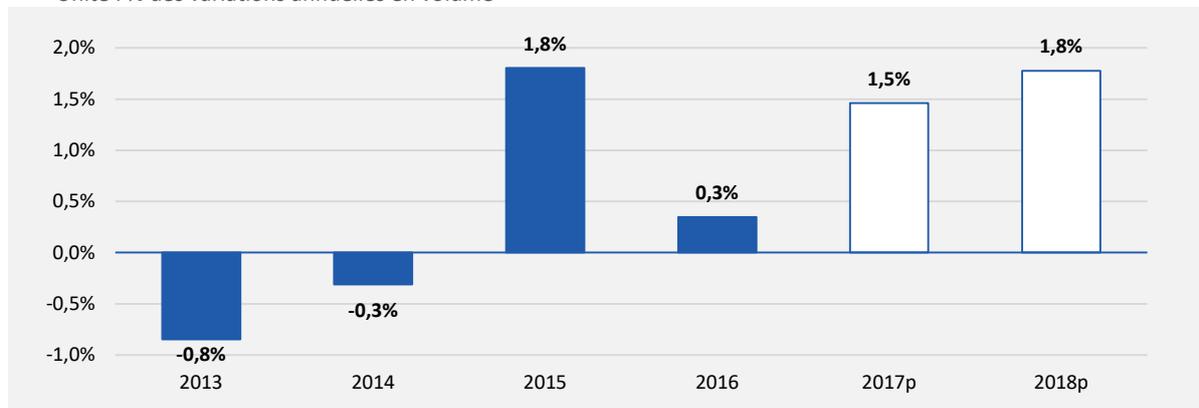
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 05/2017

■ La production de l'industrie manufacturière

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

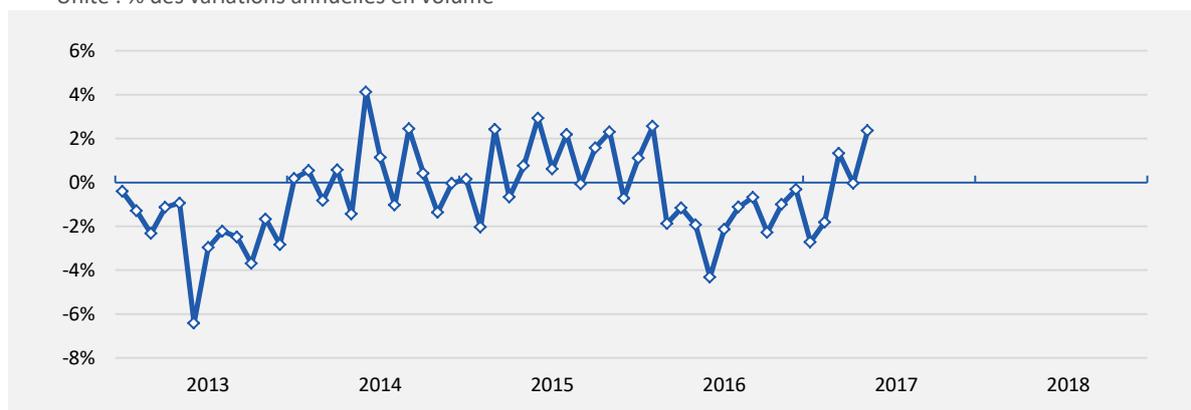
Redressement progressif de la production

Malgré un marché domestique bien orienté et une demande internationale dynamique (les exportations de produits agroalimentaires ont bondi de 5% en valeur au premier trimestre, celles de boissons de près de 11%), la production des industries alimentaires restera quasiment stable en moyenne annuelle en 2017 (+0,4%). Les industriels français seront en effet confrontés à une concurrence européenne croissante et globalement plus compétitive en termes de prix. Pour autant, le climat des affaires s'améliore. La stratégie de montée en gamme commence à porter ses fruits sur l'activité en valeur et les nouvelles normes d'étiquetage favoriseront la consommation de produits élaborés sur le territoire. En outre, la production de produits laitiers (un segment qui pèse près de 30 Md€) se redressera progressivement en cours d'année, grâce notamment aux investissements des grands groupes étrangers engagés sur le territoire.

La reprise de l'activité dans les industries alimentaires sera plus nette en 2018 (+0,8%). Les opérateurs profiteront d'une demande bien orientée à l'international, tandis que la progression du pouvoir d'achat des ménages et le report des consommateurs vers les produits nationaux alimenteront la demande sur le marché domestique. L'activité sera également bien orientée du côté des boissons, avec toutefois une forte concurrence étrangère sur les vins et champagnes. À noter que les états généraux de l'alimentation organisés par le gouvernement débiteront en juillet 2017, et pourraient favoriser à terme la concentration au sein des filières.

■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)

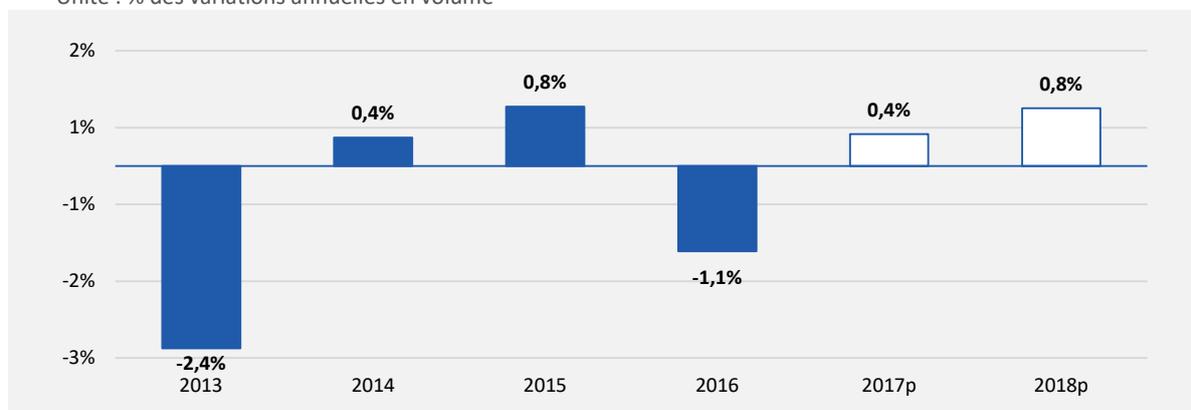
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 05/2017

■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

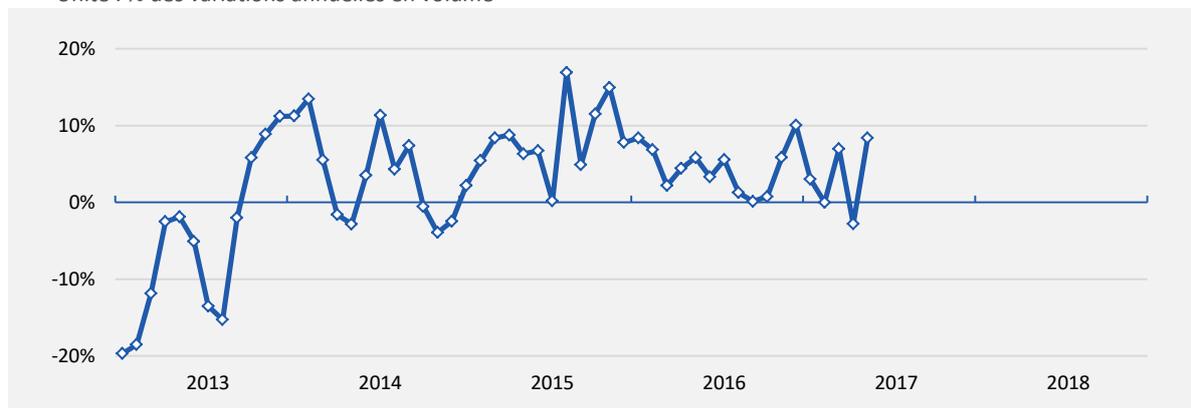
Ralentissement de la croissance en 2017 et en 2018

Alors que le nombre de véhicules légers assemblés en France est passé de 1,7 million en 2013 à 2,1 millions en 2016, la production de l'industrie automobile progressera encore de 3% en 2017. 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 commencent néanmoins à marquer le pas après plusieurs années de rattrapage post-crise. La hausse des immatriculations de voitures particulières ne devrait pas dépasser 2%, contre +3% en 2016. Le marché britannique, en particulier, s'est retourné (3 mois consécutifs de baisse et -0,6% depuis le début de l'année). Du côté des équipementiers, l'activité des sites français sous-performe la croissance de la construction automobile en raison des gains de parts de marché de la concurrence étrangère.

Le ralentissement de la croissance de l'industrie automobile française se poursuivra en 2018. Portée par une conjoncture économique en amélioration en Europe, la hausse des immatriculations de voitures particulières sur le continent restera comprise entre 1% et 2%. En revanche, après plusieurs années de rebond, la croissance des ventes de véhicules utilitaires légers (22% de la production française d'automobiles en 2016) marquera le pas. Autre argument en faveur d'un ralentissement, les volumes de 208 temporairement attribués au site de Poissy en 2017 repartiront en Slovaquie.

■ La production de l'industrie automobile

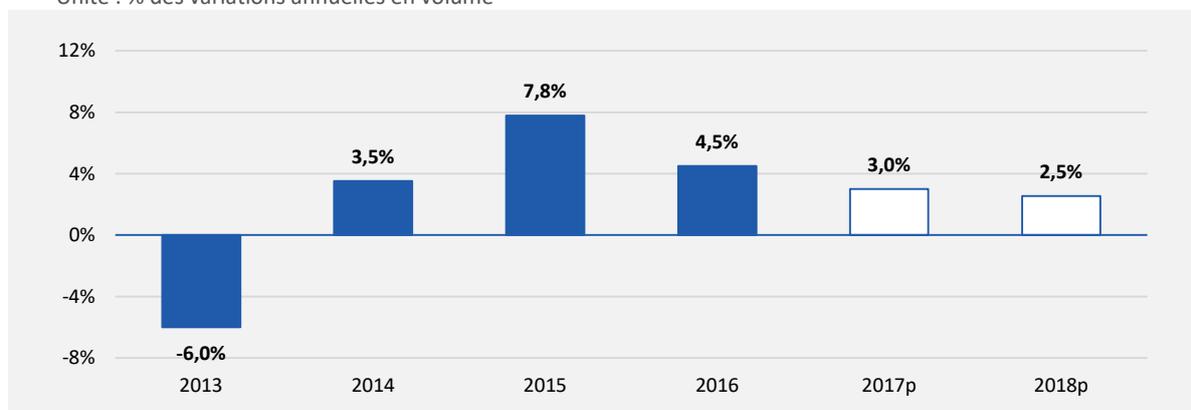
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee , dernière donnée disponible 05/2017

■ La production de l'industrie automobile

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

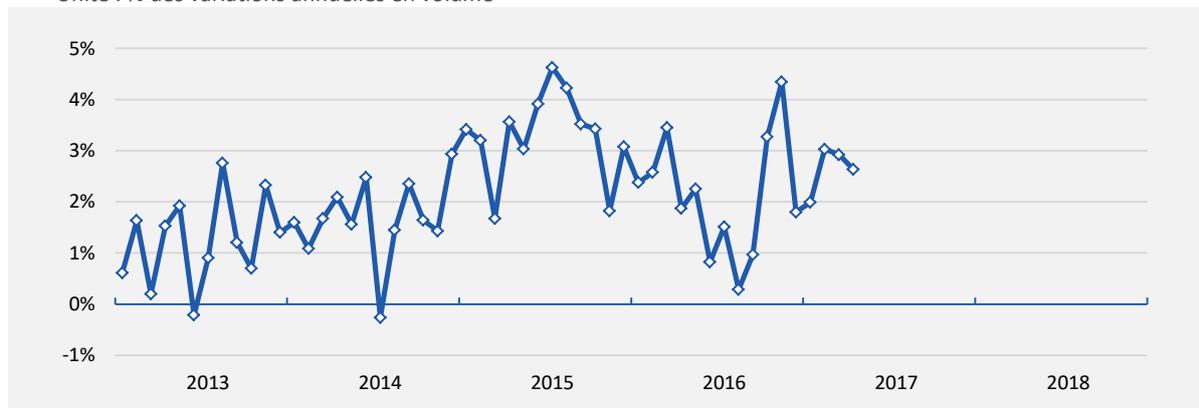
La cadence s'accéléra (légèrement) en 2018

Le secteur du commerce de détail a connu une évolution assez heurtée au 1^{er} semestre 2017. Les détaillants ont dû faire face à une conjonction de facteurs défavorables : une succession de « ponts », une phase électorale peu propice au relèvement de la consommation et un pouvoir d'achat grignoté par la remontée de l'inflation. De fait, l'activité commerciale est loin d'être tonitruante : **Xerfi** anticipe une croissance finale de 1,7% pour cette année en volume. Les moteurs de l'activité (équipement de la maison) n'affichent pas la même santé éclatante qu'au S1 2016 mais restent pour l'heure allumés, grâce toujours au dynamisme de la construction neuve. Même l'équipement de la personne, habillement et hygiène-beauté en tête, semble avoir retrouvé des couleurs (effet météo). La conjoncture reste plus dégradée pour d'autres segments comme l'EGP et les biens culturels, mais sans peser outre mesure sur la tendance globale à la hausse.

Le secteur bénéficiera 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 (PGC) comme pour les catégories de dépenses « arbitrables ». Le dynamisme continu du BTP, filière d'entraînement par excellence, 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. Ainsi, la croissance du chiffre d'affaires sectoriel retrouvera des niveaux plus conformes à ses standards habituels, tout en restant en deçà des 2% (+1,9%, d'après **Xerfi**).

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

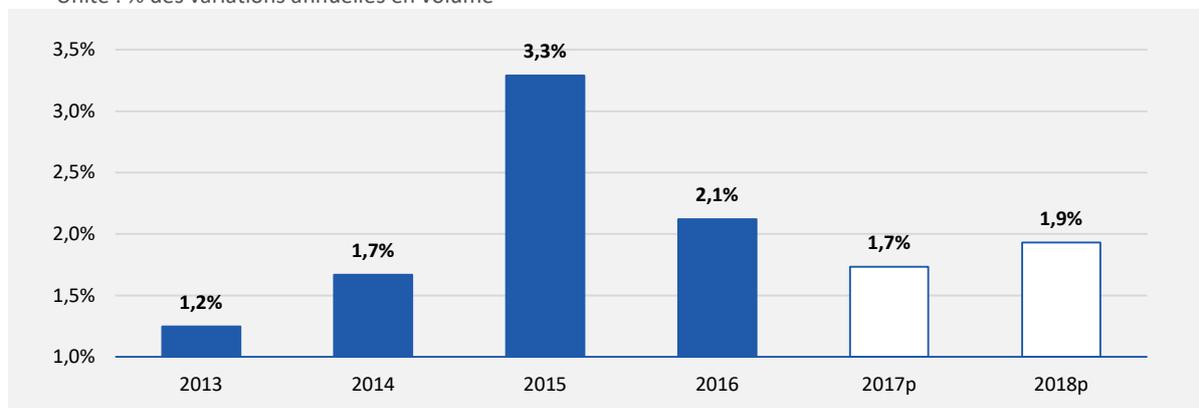
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 04/2017

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

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions **Xerfi** (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

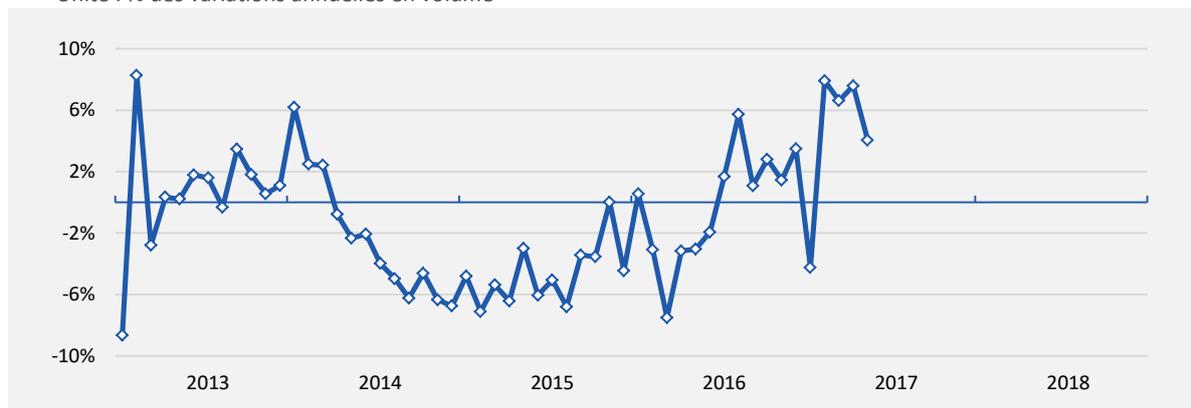
Nette hausse de l'activité en 2017

L'amélioration du climat des affaires dans la construction se confirme mois après mois. Les permis de construire de logements délivrés au cours des 4 premiers mois de l'année 2017 ont bondi de près de 13% (en glissement annuel), tandis que les mises en chantier se sont envolées de plus de 17%. Les ventes des promoteurs profitent encore du succès du dispositif Pinel pour l'investissement locatif et de la faiblesse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, les promoteurs maintiendront une cadence élevée de lancement de nouveaux programmes au cours des prochains mois. Sur le marché de l'entretien-rénovation, le rythme de croissance sera sensiblement plus mesuré mais demeurera positif. Du côté des travaux publics, la production restera également bien orientée. Les prises de commandes ont en effet bondi entre janvier et avril (+16,9%), en partie portées par la montée en puissance des chantiers issus du Grand Paris.

Xerfi prévoit une augmentation de 1,5% de la production des activités de construction en 2018. La remontée des prix de l'immobilier et des taux d'intérêt freineront progressivement le rythme des ventes de logements, impactant à terme le nombre de mises en chantier. En revanche, le marché de l'entretien-rénovation devrait profiter de l'adoption progressive de plusieurs décrets issus de la loi de transition énergétique, qui fait une large place à l'amélioration thermique des bâtiments. Dans les travaux publics, l'activité progressera plus faiblement qu'en 2017, en lien notamment avec le ralentissement de la construction de logements (qui requière des travaux de voirie, de raccordement au réseau, etc.).

■ La production du BTP

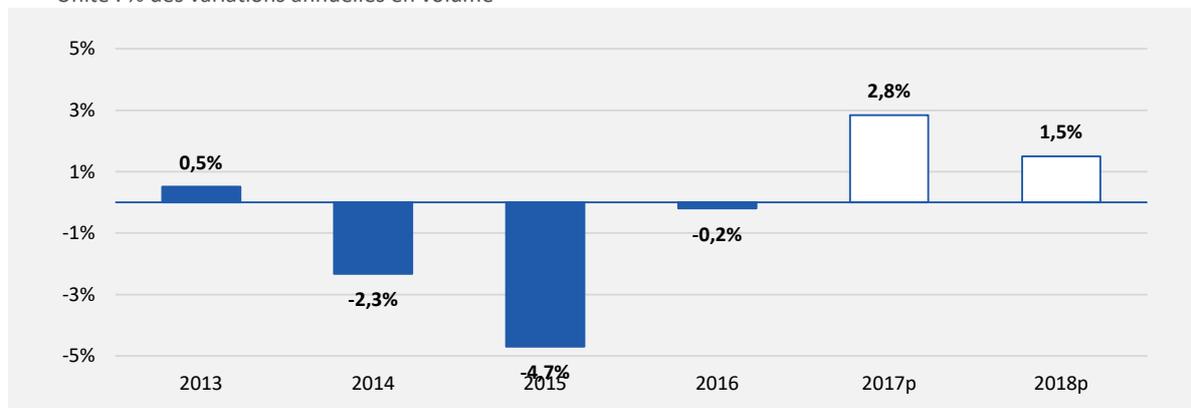
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 05/2017

■ La production du BTP

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

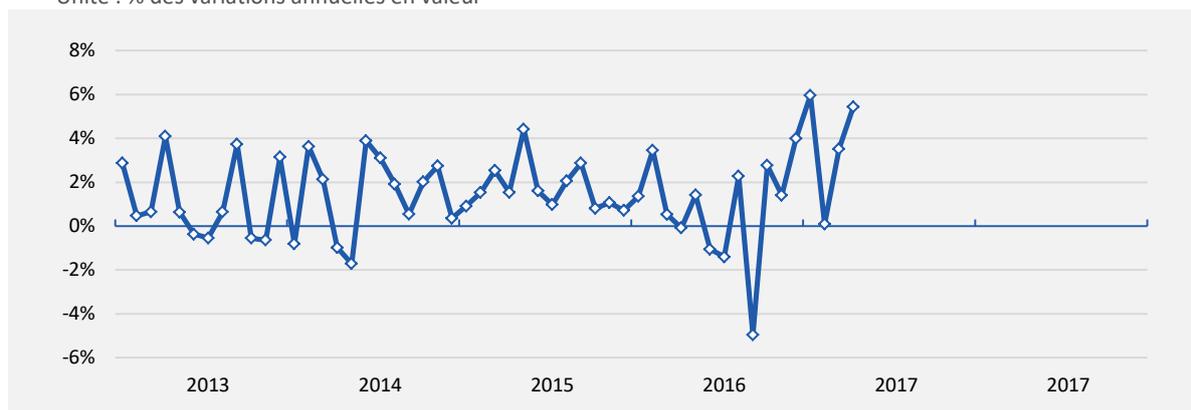
Une nette accélération en 2017 qui se prolonge en 2018

Le chiffre d'affaires du transport et de l'entreposage augmentera de 2,8% en 2017. Cette croissance reposera notamment sur des revalorisations tarifaires liées à la remontée des cours du pétrole (en moyenne annuelle) et au retour de l'inflation. Le fret bénéficiera d'une légère accélération de la production de l'industrie manufacturière, ainsi que de l'embellie du BTP, avec une progression des volumes acheminés. L'activité passagers sera soutenue par une hausse de la fréquentation sur la plupart des segments, transport aérien en tête, mais également sur les réseaux urbains et même dans le secteur ferroviaire (TER et Intercités ont en particulier renoué avec la croissance).

La progression du chiffre d'affaires du transport et de l'entreposage ralentira légèrement en 2018, mais restera significative (+2,0%). Avec une croissance économique en phase d'accélération, le segment du fret profitera d'une demande bien orientée de ses principaux marchés clients. Le développement de l'offre constituera toujours un moteur du trafic de passagers. L'impact des évolutions tarifaires dans le secteur sera en revanche plus modéré, sous réserve du maintien des prix du pétrole sur les niveaux actuels.

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

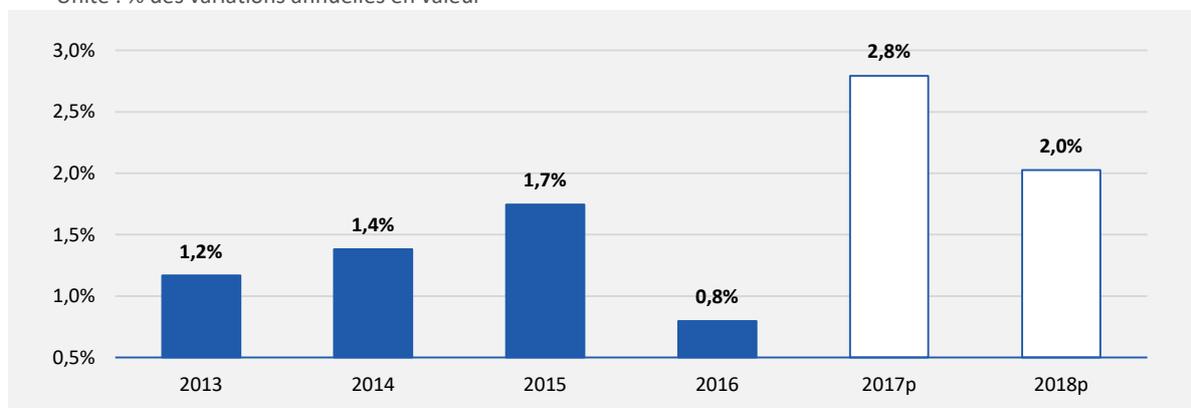
Unité : % des variations annuelles en valeur



Source : Insee, dernière donnée disponible 04/2017

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

Unité : % des variations annuelles en valeur



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

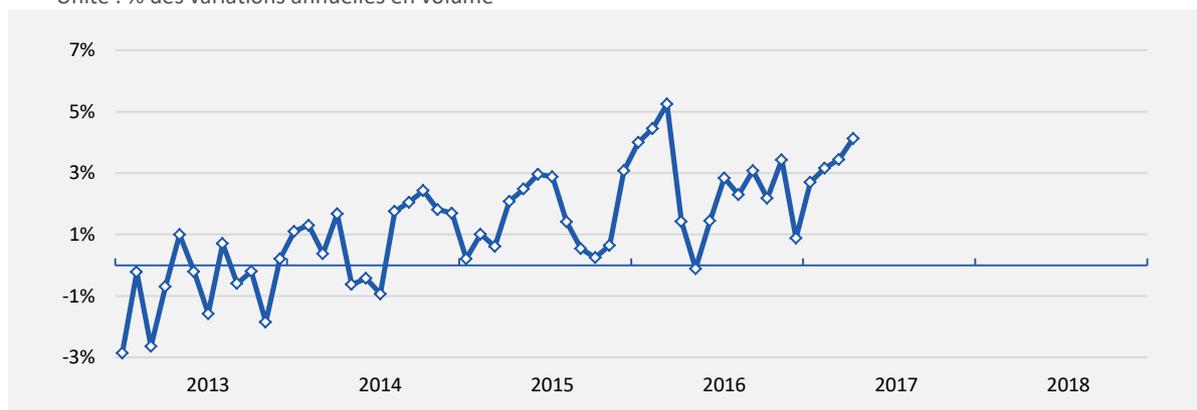
Embellie dans l'hébergement, mais activité poussive dans la restauration en 2017

Le chiffre d'affaires progressera globalement de 3,0% en volume dans l'hébergement et la restauration en 2017. Mais dans le détail, le dynamisme de l'activité sera uniquement le fait des exploitants d'hébergement. Ces derniers pourront en effet s'appuyer sur le retour progressif des touristes étrangers dans l'Hexagone. Les nuitées d'affaires seront par ailleurs mieux orientées avec l'amélioration générale de la conjoncture. Dans la restauration en revanche, la hausse d'activité restera timide. Avec la remontée de l'inflation, la hausse du pouvoir d'achat sera moins franche que l'année précédente (+0,5% contre 1,4% en 2016) et les arbitrages de consommation des ménages seront en conséquence toujours aussi serrés.

Le chiffre d'affaires dans l'hébergement et la restauration poursuivra son *trend* haussier en 2018 (+2,3%). 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 bien 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.) et à celle de *foodtechs* dernière génération.

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

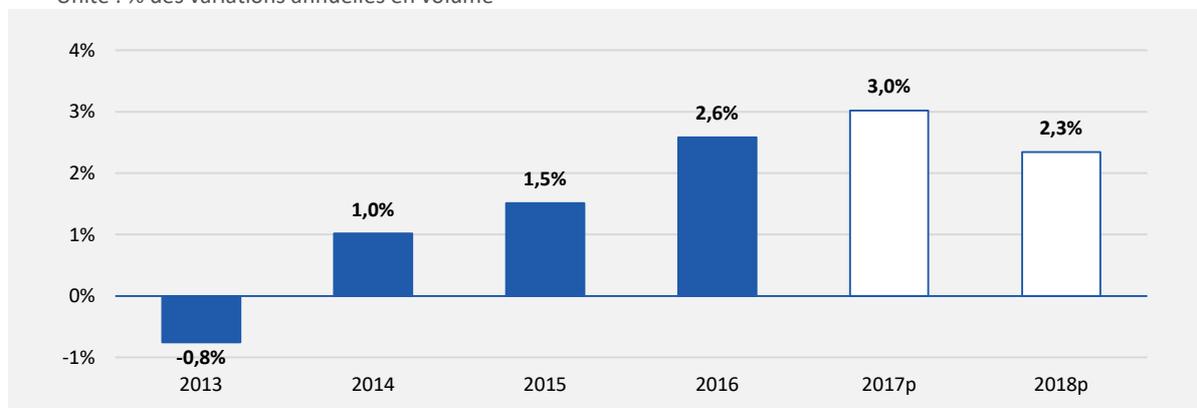
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 04/2017

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

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Insee

MONDE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2017



| | |
|-------------------------------|-----------|
| 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 |

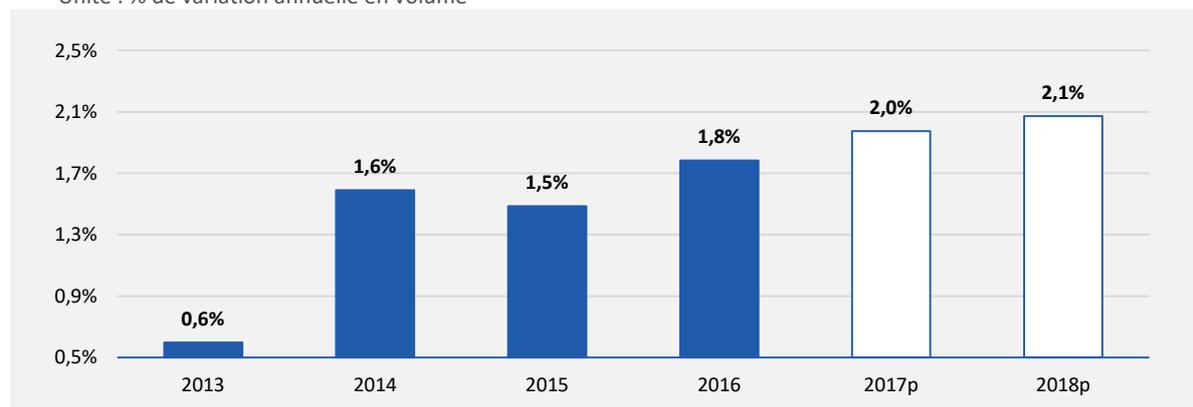
Une croissance équilibrée et en accélération

L'économie allemande est en phase d'accélération, à l'image de l'indicateur de confiance des industriels IFO, qui en juin a atteint un sommet depuis plus de 30 ans. Le PIB a progressé de 0,6% au premier trimestre 2017, un rythme plus soutenu que celui enregistré aux trois trimestres précédents. La croissance a été tirée par un bond des investissements (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 sur le reste de cette année et en 2018, même si les ménages réduiront légèrement la voilure sur leurs dépenses compte tenu d'une nette hausse de l'inflation par rapport à 2016. Néanmoins, avec un taux de chômage à environ 4% de la population active et des salaires en légère accélération, le pouvoir d'achat et la consommation des ménages resteront somme toute dynamiques. Les investissements des entreprises seront quant à eux tirés par un environnement conjoncturel mondial en phase de reprise et par une amélioration des débouchés à l'exportation, en Europe mais aussi dans les pays émergents (des marchés cruciaux pour les biens d'équipement et l'industrie automobile allemands).

■ Le PIB de l'Allemagne

Unité : % de variation annuelle en volume



Prévisions Xerfi / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

■ Le scénario macro-économique pour l'Allemagne

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

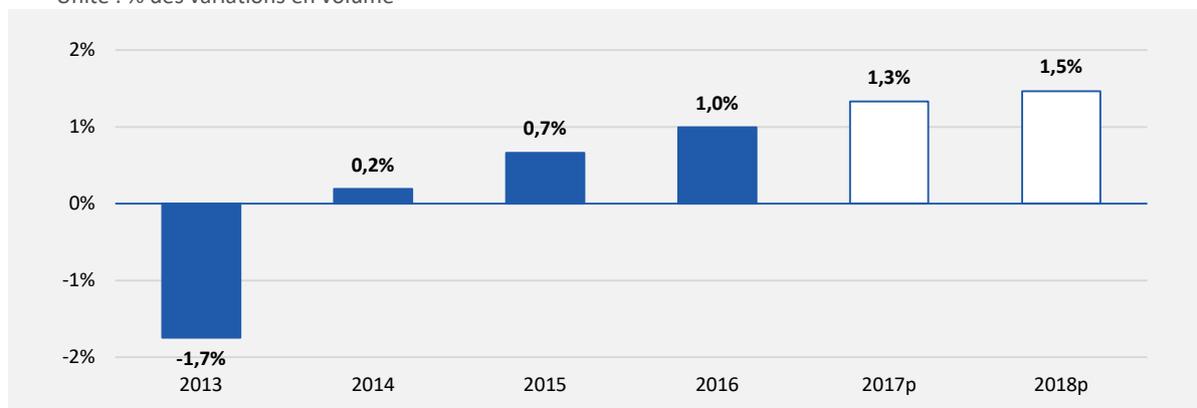
La consommation des ménages et les exportations tirent la croissance

L'incertitude politique est montée d'un cran au-delà des Alpes après la victoire du « non » au référendum constitutionnel de décembre 2016 mettant un terme au gouvernement de Matteo Renzi. Avec le gouvernement intérimaire de Paolo Gentiloni, le pays se dirige vers de nouvelles élections à risque, avec le succès potentiel de partis populistes et eurosceptiques, tels que le Mouvement 5 étoiles ou la Ligue Nord. Les élections italiennes (qui auront lieu au plus tard en mai 2018), constitueront alors un nouveau test important sur la cohésion de la zone euro et la survie de la monnaie unique européenne.

Un effet de cette incertitude croissante, est une hausse des taux d'intérêt sur la dette publique. Celle-ci se traduira par un resserrement de la contrainte budgétaire, qui s'était allégée avec l'embellie conjoncturelle de fin 2015 / début 2016. La Commission européenne a d'ailleurs demandé à l'Italie de réduire son déficit public en 2017 et le gouvernement devrait recourir à des hausses d'impôts pour parvenir à cet objectif. Par ailleurs, ce climat d'incertitude politique n'est pas favorable aux investissements des entreprises, qui se sont repliés assez nettement au 1^{er} trimestre. La bonne surprise des 3 premiers mois de 2017 a été en revanche la bonne tenue de la consommation des ménages (+0,5%). 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 assez modérée de l'autre côté des Alpes, à 1,4% sur un an en mai). La consommation et les exportations seront ainsi les principaux moteurs de la croissance en 2017, alors qu'il faudra attendre 2018 pour assister à une reprise plus franche des investissements.

■ Le PIB de l'Italie

Unité : % des variations en volume



Prévisions Xerfi / Source : Istat via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour l'Italie

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : Istat via Feri

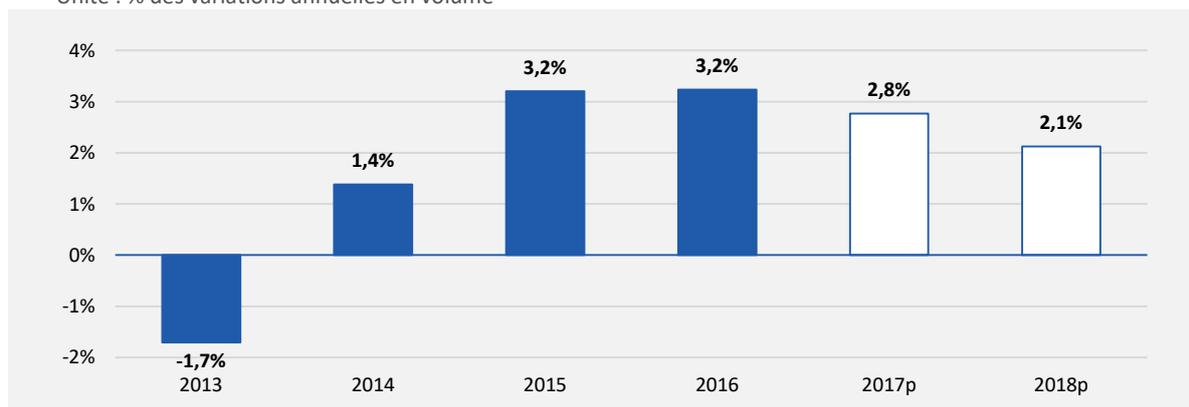
Ralentissement progressif du PIB en 2017 et en 2018

Avec une progression du PIB de plus de 3% en 2016 et de 0,8% au 1^{er} trimestre 2017, l'Espagne demeure la grande économie la plus dynamique de la zone euro. Cependant, un ralentissement progressif de la croissance est attendu en 2017 et en 2018, en raison, tout d'abord, du fléchissement de la consommation des ménages. Les exportations devraient quant à elles souffrir du coup de frein de la croissance au Royaume-Uni (dont l'Espagne est un important fournisseur). Enfin, le contexte politique reste chargé d'incertitudes. Le gouvernement de M. Rajoy devra notamment gérer deux dossiers compliqués : le processus d'indépendance de la Catalogne (avec un possible référendum en septembre) et les mesures d'austérité demandées par la Commission européenne.

Le ralentissement de la consommation des ménages, pour laquelle nous prévoyons des hausses inférieures à 2,5% en 2017 et en 2018 (après +3,2% en 2016), sera dû à de moindres gains de pouvoir d'achat par rapport aux deux années précédentes. Deux années marquées à la fois par un recul rapide du chômage et par une légère hausse des salaires nominaux, dans un contexte d'inflation négative. Cette année et en 2018, en revanche, le chômage devrait baisser à un rythme moins rapide, tandis que le retour de l'inflation aux alentours des 2% ne sera pas compensé par une accélération équivalente des salaires nominaux.

■ Le PIB de l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi / Source : INE via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : INE via Feri

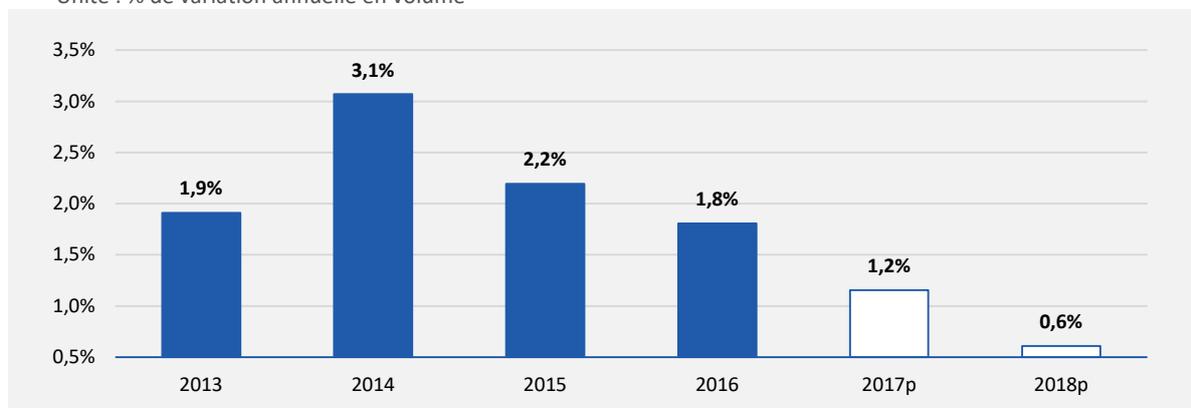
Fort impact décalé du Brexit sur la croissance en 2017 et 2018

Après avoir bien résisté au choc de l'annonce du Brexit l'année dernière, la croissance du PIB britannique a nettement ralenti au 1^{er} trimestre 2017 (+0,2% après +0,7% en T4 2016), plombée par un coup de frein de la consommation des ménages. Ce ralentissement était largement attendu car, à la suite du vote en faveur du Brexit il y a un an, le taux de change de la livre s'est déprécié de 12% par rapport au dollar et de 11% vis-à-vis de l'euro. Le décrochage de la livre a affecté tout particulièrement le pouvoir d'achat des ménages, en renchérissant les importations. Tirée par la dépréciation de la livre et la remontée des cours des matières premières, l'inflation a atteint 2,9% en mai, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis juin 2013. À ce rythme, les prix progressent nettement plus vite que les salaires (+2,2% sur un an au 1^{er} trimestre).

Pour amortir les effets négatifs du Brexit sur la confiance et les investissements, la Banque d'Angleterre maintient le taux directeur à son minimum historique (0,25%) malgré des prix en forte hausse et le Premier ministre Theresa May compte mettre la politique budgétaire au service de la croissance. Cependant, ses marges de manœuvre sont limitées, compte tenu d'une forte contrainte de financement extérieur de la dette britannique. En outre, la négociation avec la Commission européenne des modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'UE s'avère très dure et incertaine, encore plus après le résultat électoral du 8 juin, très décevant pour Theresa May puisque la majorité du parti conservateur au Parlement en est sortie affaiblie. Dans ce contexte, nous prévoyons un net ralentissement du PIB en 2017 et un fléchissement encore plus fort en 2018, sous le double effet d'une consommation en berne et d'une baisse des investissements.

■ Le PIB du Royaume-Uni

Unité : % de variation annuelle en volume



Prévisions Xerfi / Source : ONS via Feri

■ Le scénario macro-économique pour le Royaume-Uni

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : ONS via Feri

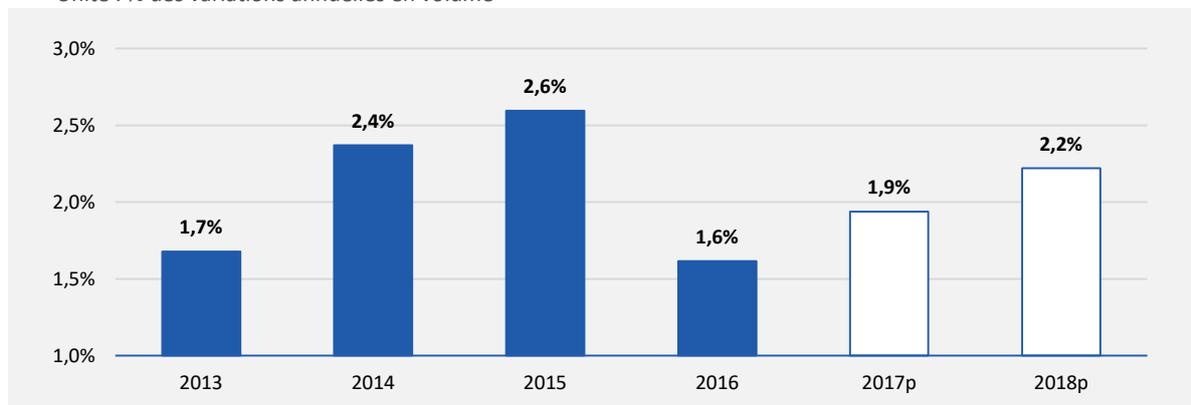
Vers une accélération de la croissance et des risques de surchauffe en 2017 et en 2018

Au 1^{er} trimestre, le PIB américain n'a progressé que de 0,3%, en ralentissement par rapport aux deux derniers trimestres de 2016. Cependant, il ne faut pas surinterpréter ce chiffre car, d'une part, le ralentissement a été largement dû au déstockage des entreprises et, d'autre part, c'est la 4^e année d'affilée que la croissance américaine déçoit au 1^{er} trimestre, ce qui indique un probable biais statistique dû à une imparfaite dessaisonnalisation (le traitement statistique qui consiste à « gommer » les évolutions saisonnières de l'activité). Plusieurs facteurs indiquent en revanche que l'activité devrait accélérer sur le reste de l'année : les investissements des entreprises en équipement et des ménages dans la construction sont dynamiques, le taux du chômage est à son plus faible niveau en 16 ans (4,3% en mai) et les créations d'emplois restent supérieures à celles qui seraient suffisantes pour absorber la hausse de la population active, malgré un net ralentissement en mai.

De nombreuses incertitudes subsistent sur les futures politiques budgétaire, commerciale et internationale du gouvernement de Donald Trump et sur leur impact à moyen terme sur l'activité. Néanmoins, à court terme, nous confirmons nos prévisions d'une accélération du PIB en 2017 et en 2018, en nous fondant sur l'hypothèse d'une politique économique qui consistera surtout en une fuite en avant dans l'investissement et les baisses d'impôt. Ces deux chocs devraient avoir un impact favorable sur la croissance, se traduisant même par un risque de surchauffe de l'économie américaine.

■ Le PIB des États-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi / Source : BEA via Feri

■ Le scénario macro-économique pour les Etats-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : BEA via Feri

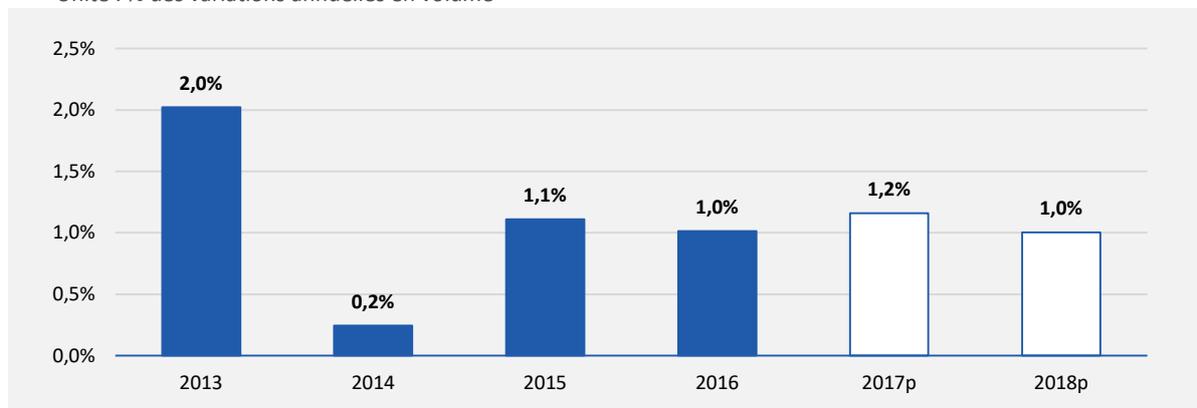
Une croissance toujours modérée, mais à rapporter à une population qui baisse

La croissance au Japon est restée stable à 0,3% au 1^{er} trimestre. Sur l'ensemble de cette année, le PIB devrait progresser d'un peu plus de 1%, en légère accélération par rapport à l'année dernière, alors qu'un léger ralentissement est attendu en 2018. Cette croissance macroéconomique qui oscille autour de 1% par an, à première vue très modérée, doit être rapportée à une population en baisse. Il faut prendre en compte le facteur démographique pour comprendre que l'économie japonaise tourne à plein régime au rythme de croissance de ces derniers trimestres. D'ailleurs, le chômage est pratiquement inexistant (2,9% de la population active au 1^{er} trimestre).

Grâce à une politique monétaire expansionniste visant à affaiblir le yen dans un objectif de compétitivité extérieure, le mouvement de dépréciation du yen a repris depuis l'été dernier et la devise japonaise a perdu un peu moins de 10% de sa valeur vis-à-vis du dollar et de l'euro entre août 2016 et juin 2017, ce qui devrait se traduire par une accélération des exportations cette année. Du côté de la consommation des ménages et des investissements, la croissance devrait également s'accélérer (légèrement) en 2017 et en 2018, sous l'effet de la politique budgétaire expansionniste du Premier ministre Shinzo Abe et du vaste programme d'assouplissement quantitatif de la Banque du Japon, même si les effets de ces politiques sur les prix demeurent inexistant. En effet, l'inflation hors carburants et aliments frais est redescendue à zéro en mars et avril de cette année.

■ Le PIB du Japon

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi / Source : ESRI via Feri

■ Le scénario macro-économique pour le Japon

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : ESRI via Feri

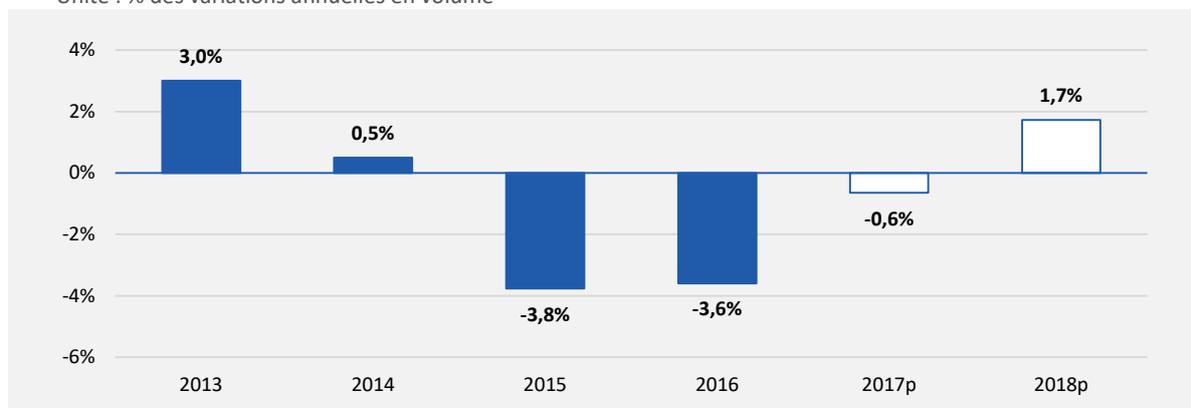
Une sortie de récession compliquée

L'économie brésilienne est enfin sortie de la récession au 1^{er} trimestre, avec une hausse du PIB de 1%. Même s'il s'agit d'une performance largement due à une reprise probablement temporaire de la production agricole, il s'agit d'un signal important car c'est la première hausse après huit trimestres consécutifs de repli. Du côté de l'inflation, la situation continue de s'améliorer : les prix à la consommation n'ont progressé que de 3,6% sur un an en mai, alors que leur progression il y a un an était d'environ 9%. Le ralentissement de l'inflation depuis le dernier été a permis à la banque centrale d'adoucir sa politique monétaire, avec une baisse graduelle du principal taux directeur qui s'élève désormais à 10,25% (contre 14,25% en octobre 2016). L'économie brésilienne s'extirpe ainsi petit à petit d'une longue période (deux ans environ) de stagflation, une situation économique particulièrement inconfortable qui combine récession et forte inflation.

Les réformes annoncées par le président Michel Temer (plafonnement des dépenses publiques, réforme du système des retraites et flexibilisation du marché du travail), associées à une remontée des cours du pétrole et du minerai de fer l'année dernière, ont contribué au retour des capitaux étrangers. Cependant, la forte appréciation du réal qui en a résulté risque d'affecter les exportations, alors que la demande domestique est comprimée par la politique de rigueur budgétaire menée par le président et par des taux d'intérêt réels (hors inflation) encore très élevés, malgré la baisse entamée par la banque centrale. Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance du PIB négative en 2017 (-0,6% sur l'ensemble de l'année). Ce n'est qu'en 2018 que le PIB brésilien affichera de nouveau une variation positive, après trois années consécutives de recul.

■ Le PIB du Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume



Prévisions Xerfi / Source : IBGE via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour le Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/07/2017) / Source : IBGE via Feri

Léger resserrement de la politique monétaire et du crédit depuis le début de l'année

La réorientation de la croissance au profit de la consommation des ménages est un objectif officiel des autorités chinoises, mentionné dans le dernier plan quinquennal couvrant la période 2016-2020. Cependant, tant que les ménages devront sur-épargner en raison du sous-développement des institutions sociales (assurance-santé, retraite, chômage), la consommation ne pourra prendre le relais des exportations et des investissements, les deux moteurs traditionnels de la croissance chinoise, qui calent depuis quelques années. Des politiques économiques expansionnistes continueront alors d'être nécessaires pour soutenir la croissance, mais cela finira par exacerber les inquiétudes sur la dette du secteur privé et des collectivités locales et sur les comptes extérieurs (baisse de l'excédent courant et érosion des réserves de change).

Une légère reprise des exportations et de la production industrielle depuis le début de l'année, en lien avec un rebond du commerce mondial, a permis à la banque centrale d'ôter une béquille – celle de la politique monétaire – à la croissance. Le resserrement prudent des politiques monétaire et immobilière, *via* des hausses de taux de refinancement de la banque centrale et un durcissement des critères d'accès à la propriété immobilière, réduit un peu les risques de crédit et de bulles, mais pourrait aussi compromettre une reprise fragile, ce dont témoigne le recul des indicateurs de climat des affaires en avril et mai. La politique budgétaire demeure en revanche fortement expansionniste (investissements en infrastructures, mesures fiscales en faveur des ménages).

■ 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 : 05/2017)

■ Investissements directs étrangers

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



Source : State Administration of Foreign Exchange (dernière donnée 4^e trimestre 2016)

■ Réserves de change en devises de la Chine

Unité : milliard de dollars



Source : Banque pop. de Chine (dernière donnée 05/17)

■ Taux de change Yuan / Dollar

Unité : yuans pour un dollar (échelle inversée)



Source : Feri (dernière donnée 05/2017)