

Conjoncture et prévisions pour l'entreprise

n°242 – Décembre 2018 – Janvier 2019



L'analyse du mois

France : conjoncture et prévisions 2019

Monde : conjoncture et prévisions 2019

Directeur de la publication

Laurent Faibis, Président de Xerfi

Comité de rédaction

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

Comité éditorial

Arnaud Dessimond (Directeur adjoint Xerfi Research), Gabriel Giraud (Directeur adjoint Xerfi France), Laurent Faibis (Président de Xerfi), Kathryn Mc Farland (Directrice Déléguée Xerfi Global), Pascale Mollo (Chef de projet publications études, presse), Olivier Passet (Directeur des synthèses économiques), Julien Pillot (Directeur des synthèses stratégiques), Adrien de Tricornot (rédacteur en chef de Xerfi Canal), Mounia Van de Castele (Journaliste économique Xerfi Canal)

Site

www.xerfi.com

e-mail

etudes@xerfi.fr

Adresse

13-15 rue de Calais 75009 Paris

Téléphone

01 53 21 81 51

Fax

01 42 81 42 14

1. L'ANALYSE DU MOIS	9
1.1. LA SITUATION DES ENTREPRISES	10
Le climat des affaires	10
L'industrie manufacturière	11
La construction	12
Les services	13
Le commerce	14
1.2. L'ENVIRONNEMENT DES ENTREPRISES	15
La demande des ménages	15
La conjoncture dans les pays avancés	16
La conjoncture dans les BRIC	17
Les cours des matières premières	18
Les taux de change	19
Le contexte financier	20
2. FRANCE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018	21
2.1. LES INDICATEURS CLÉS	22
Le PIB	22
La consommation des ménages	23
Le pouvoir d'achat des ménages	24
Le taux de chômage	25
L'inflation	26
L'investissement des entreprises	27
Le commerce extérieur de la France	28
2.2 LES INDICATEURS OPÉRATIONNELS	29
Le cours euro / dollar	29
Le cours du pétrole	30
Les cours des métaux	31
Les cours des matières premières agricoles	32
2.3. LES ÉCLAIRAGES SECTORIELS	33
L'industrie manufacturière	33

Les industries alimentaires	34
L'industrie automobile	35
Le commerce de détail	36
L'activité 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

UNE FIN 2018 CALAMITEUSE

S'il est encore trop tôt pour avoir une évaluation rigoureuse de l'impact du mouvement des « gilets jaunes » sur l'économie française, beaucoup de secteurs comme la grande distribution, les activités liées au tourisme (hôtellerie, restauration, etc.) ou le transport routier de marchandises accusent déjà de sérieuses pertes dont toutes ne seront pas récupérables. L'accélération anticipée de la consommation, en phase avec le calendrier fiscal (seconde tranche de baisse des cotisations salariés, suppression graduelle de la taxe d'habitation), n'aura donc pas eu lieu et il faut s'attendre à une croissance amorphe au 4^e trimestre (+0,1% seulement selon notre scénario), d'autant plus que le contexte international n'aidera pas les entreprises à exporter davantage. L'acquis de croissance sera au final seulement de 0,3% pour l'an prochain, à comparer au 1% observé il y a un an, ce qui hypothèque déjà la performance à attendre pour 2019. La baisse de l'inflation, le maintien à un niveau plancher des taux d'intérêt, les coups de pouce au pouvoir d'achat et la bouffée d'oxygène du CICE sur les trésoreries des entreprises sont en revanche autant d'éléments qui plaident en faveur d'une accélération de l'activité au fil des mois pour l'année prochaine.

2

DES CONDITIONS MONÉTAIRES TOUJOURS TRÈS FAVORABLES

Le premier bon point pour 2019 se trouve du côté des taux d'intérêt. Le temps est effectivement venu de normaliser progressivement la politique monétaire. Les déclarations en provenance des responsables de la BCE sont sans ambiguïtés et, malgré la montée des incertitudes, le cap est clairement indiqué tout comme l'agenda : fin des achats d'actifs en décembre (donc arrêt du programme d'assouplissement quantitatif ou « QE » lancé en 2015) et remontée des taux à partir du second semestre 2019. Mais la dynamique de l'économie de la zone euro à partir du 3^e trimestre permettra-t-elle vraiment à la BCE d'amorcer le mouvement de normalisation des taux d'intérêt ? En l'absence de signe d'accélération des salaires et de hausse de l'inflation sous-jacente, et dans un contexte de ralentissement de la croissance, on peut douter de la capacité de la BCE à relever ses taux. Tout cela devrait contribuer à atténuer également toutes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt de long terme. Pour le marché de l'immobilier, le risque d'un effondrement lié à la flambée des taux est donc à écarter. Pour les entreprises, les conditions de financement de l'investissement resteront excellentes.

3

L'INFLATION VA RAPIDEMENT RECULER

Une autre bonne surprise pour 2019 viendra de l'évolution des prix. Les uns après les autres, les foyers inflationnistes sont en effet en train de s'éteindre. Il y a d'abord le recul du prix du pétrole. Jusqu'en octobre dernier, l'inflation s'expliquait pour près de la moitié par la contribution de l'énergie. Retombé à 60-65 dollars le baril, le pétrole joue désormais à la baisse. De leur côté, les taxes sur les carburants programmées au 1^{er} janvier prochain sont suspendues pendant un an, tandis qu'aucune hausse du prix du gaz ou de l'électricité ne surviendra avant le 31 mars prochain. Quant à la hausse de 100 euros du SMIC, elle ne concernera que partiellement les salaires (le SMIC horaire brut passera de 9,88 euros à 10,03 sans coup de pouce) et reposera principalement sur une hausse de la prime d'activité. En d'autres termes, pour les trois quarts, elle ne se diffusera pas à la grille des salaires et n'est donc pas susceptible de réamorcer une boucle prix-salaires. Tout converge donc pour modérer la hausse des prix en 2019 (+1,5% en moyenne annuelle) et son impact sur le pouvoir d'achat.

4

COUPS DE POUCE AU POUVOIR D'ACHAT : UN CHÈQUE DE 10 MILLIARDS D'EUROS

La hausse du pouvoir d'achat va également être dopée par l'éventail de mesures annoncées le 10 décembre par le président de la République. Celle dont la portée est la plus générale concerne l'annulation de la hausse de la taxe sur les carburants programmée au 1^{er} janvier. En tout, c'est près de 4 milliards d'euros qui ne seront finalement pas prélevés à la pompe. Les mesures visent ensuite certaines catégories de la population. Il y a d'abord les retraités : la hausse de 1,7 point de la CSG sera annulée pour les seniors disposant d'un revenu fiscal de référence inférieur à un peu moins de 2 000 euros pour une personne seule. Cela représente un total de 1,5 milliard d'euros. Les salariés profiteront quand à eux de l'exonération de charges et de la défiscalisation des heures supplémentaires (soit près de 3 milliards d'euros redistribués, dont la moitié en direction des ménages) ainsi que de la défiscalisation des primes de fin d'année (500 millions d'euros). C'est enfin l'accélération de la revalorisation de la prime d'activité (80 euros par mois) pour les personnes se situant au niveau du SMIC, pour un total compris entre 1 et 2 milliards d'euros, selon ses modalités d'application. Au final, c'est un chèque d'une dizaine de milliards d'euros qui est fait en direction des ménages, soit une hausse mécanique de 0,6% de leur pouvoir d'achat. Un sérieux soutien potentiel à la consommation.

5

DISCOURS DU 10 DÉCEMBRE : MACRON MAINTIENT LE CAP DE LA FLÉXISÉCURITÉ

Beaucoup de commentateurs considèrent que cette inflexion de politique économique annoncée le 10 décembre en réaction au mouvement des gilets jaunes marque un tournant du quinquennat. Pourtant, les fondamentaux du « macronisme » ne sont pas remis en cause. Le cap est maintenu sur les réformes les plus emblématiques : les ordonnances travail, la refonte de l'ISF, la *flat tax* sur les revenus du patrimoine, la politique de baisse de charges et d'impôts sur les entreprises. La ligne « flexisécuritaire » elle-même demeure l'épine dorsale de la politique gouvernementale. Le filet de sécurité sociale se recentre sur les plus pauvres. Son financement passe par l'impôt et, à terme, par une réduction des dépenses de l'État, tandis que refluent les cotisations sociales. Les modalités de financement du paquet fiscal-social continuent ainsi à écorner la philosophie assurantielle du système hexagonal, laquelle adosse traditionnellement le financement de la protection des salariés aux cotisations, au *prorata* de leurs revenus, sans conditions de ressources.

6

DISCOURS DU 10 DÉCEMBRE : UNE ACCÉLÉRATION PLUTÔT QU'UN TOURNANT

À bien des égards, les annonces du 10 décembre marquent une accélération. Le SMIC augmente ni plus ni moins que l'inflation. Et c'est à travers la prime d'activité, comme mentionné précédemment, financée par l'impôt, que s'organise le soutien au pouvoir d'achat des plus pauvres. En la matière, le président de la République ne fait qu'accélérer la mise en œuvre de ce qui était déjà programmé par étapes à horizon 2021. Il en est de même concernant la défiscalisation des heures supplémentaires. L'un des objectifs de la politique gouvernementale est d'assouplir de façon « *soft* » le plafond des 35 heures, à la façon de N. Sarkozy, en jouant sur la négociation d'entreprises et sur les incitations fiscales aux heures supplémentaires. La « désocialisation » des heures supplémentaires était déjà programmée pour fin 2019. Et les annonces du 10 décembre ne font qu'avancer et approfondir un élément du programme présidentiel en les défiscalisant intégralement.

7

DISCOURS DU 10 DÉCEMBRE : LES ENTREPRISES QUASI SANCTUARISÉES

Dernier élément à retenir du discours d'Emmanuel Macron : le cap sur sa politique de l'offre est maintenu. La transformation du CICE, la baisse de l'IS ainsi que la réduction des charges au voisinage du SMIC n'ont pas été évoquées lors de l'allocution, ce qui suggère très probablement un *statu quo* en la matière, ou un réaménagement marginal (la baisse de l'IS devrait être retardée d'un an pour les grandes entreprises réalisant plus de 250 millions d'euros de chiffre d'affaires). L'exécutif a bien pris soin de ne quasiment pas faire peser le financement du paquet fiscal-social de 10 milliards à destination des ménages sur les entreprises. La hausse du pouvoir d'achat au niveau du SMIC, *via* la prime d'activité, ne pèse notamment pas sur les marges des entreprises. Et la défiscalisation des heures supplémentaires étend encore un peu plus la politique d'allègement des charges. La prime défiscalisée, que le gouvernement appelle de ses vœux, s'opérera sur la base du volontariat, et son impact est amorti par la manne de trésorerie de 20 milliards, liée à la « bascule » du CICE.

8

CICE : UNE BOUFFÉE D'OXYGÈNE POUR LES ENTREPRISES

Cette transformation du CICE, emblématique de la politique économique du gouvernement, sera plus largement un élément important de la dynamique conjoncturelle pour 2019. En plus de recevoir le versement du CICE au titre de l'exercice 2018, les entreprises vont en effet profiter dès janvier de la bascule du dispositif en baisse de charges. De quoi largement renflouer leur trésorerie, déjà en situation favorable pour la majorité d'entre elles. Pour prendre la mesure de cet effet, il faut tenir compte du caractère ponctuel de la créance 2018. Il est peu probable dès lors que les 20 milliards d'euros soient affectés à l'investissement (sauf à en accélérer la mise en œuvre) ou à l'emploi. Le scénario le plus probable est que ce chèque dope la composante variable et non récurrente des rémunérations : prime, intéressement, participation ou éventuellement distribution de dividendes. Il pourrait également faciliter l'absorption de la hausse de certains coûts intermédiaires et tempérer de la sorte les tensions inflationnistes dans l'économie. Le bol d'air ponctuel sur les trésoreries offert par ce « double » CICE en 2019 devrait également initier un cercle vertueux du côté des délais de paiement et réduire les défauts de paiement. Le risque de défaillance des entreprises devrait de la sorte se maintenir à faible niveau, voire légèrement diminuer en 2019.

9

UNE EUROPE SANS LOCOMOTIVE, LE GROS BÉMOL POUR 2019

L'Espagne et l'Allemagne, les deux économies motrices européennes, sont en perte de vitesse. Si le ralentissement en Espagne reste mesuré, le coup de frein est bien plus appuyé de l'autre côté du Rhin où la croissance a été plombée au troisième trimestre par le secteur automobile. Cette place forte de l'économie allemande, sur laquelle plane toujours la menace d'un relèvement des droits de douane américains, a souffert des nouvelles normes européennes anti-pollution WLTP. Leur entrée en vigueur à l'automne a désorganisé les chaînes de plusieurs constructeurs, dont Volkswagen et pesé sur la production et les exportations du pays. Ce n'est pas qu'un épiphénomène mais le témoin de ce que sera 2019 pour l'Allemagne : un environnement international moins favorable, marqué par le ralentissement de la croissance mondiale et des tensions commerciales tous azimuts, ainsi qu'un approfondissement du mouvement de relocalisation de l'industrie. Une fois n'est pas coutume, la contribution du commerce extérieur sera négative et fera tomber la croissance à moins de 1,5%, laissant l'Europe sans réelle locomotive. Pour les entreprises françaises, les débouchés extérieurs vont se resserrer et, pour certaines, plomber leur croissance.

10

2019 : UNE MONTÉE CRESCENDO DE LA CROISSANCE

La panne de la fin 2018 risque bien de jouer les prolongations début 2019. Certes, les gains de pouvoir d'achat seront là et un effet report peut avoir lieu pour certaines dépenses freinées par la crise des « gilets jaunes ». Mais c'est avant tout l'attentisme qui prévaudra en raison notamment de l'impact psychologique du prélèvement à la source sur la fiche de paie. Cet attentisme en début d'année ne se limitera pas aux ménages mais concernera aussi les entreprises. D'autres éléments, comme le coup de frein attendu dans les secteurs de la construction, viendront contrarier les perspectives de croissance pour 2019. Pour autant, notre scénario est celui d'une accélération au fil des mois, notamment une fois que les gains de pouvoir d'achat se seront diffusés avec leurs effets d'entraînement sur la consommation. Ce regain de demande, combiné à une bonne dynamique de l'investissement des entreprises, sera suffisant pour impulser une accélération du rythme de croissance. Mais, compte tenu du retard pris en fin d'année, la croissance ne pourra pas dépasser 1,4% en moyenne annuelle.

L'ANALYSE DU MOIS



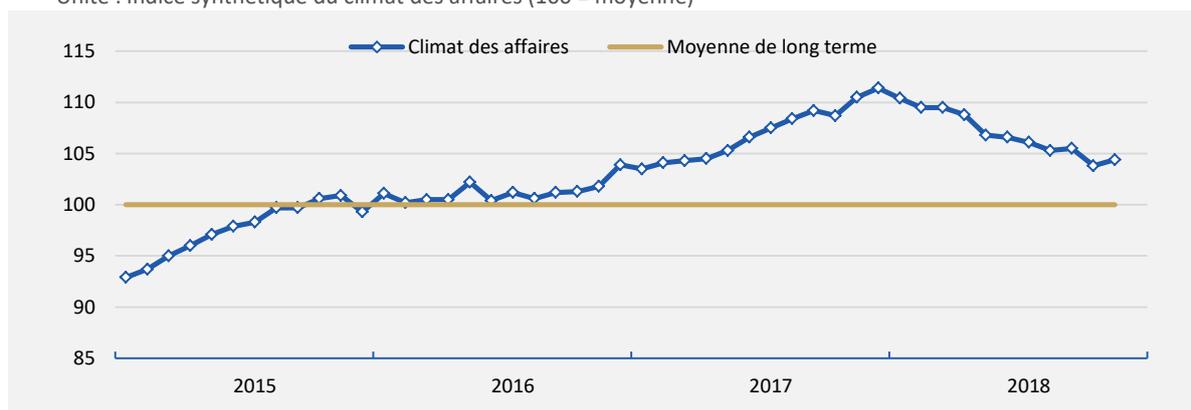
1.1. LA SITUATION DES ENTREPRISES	9
Le climat des affaires	9
L'industrie manufacturière	10
La construction	11
Les services	12
Le commerce	13
1.2. L'ENVIRONNEMENT DES ENTREPRISES	14
La demande des ménages	14
La conjoncture dans les pays avancés	15
La conjoncture dans les BRIC	16
Les cours des matières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

Stable, mais c'était avant les gilets jaunes

Le climat des affaires s'est maintenu à 104 en novembre (les réponses de l'enquête ont été collectées, pour l'essentiel, avant que le mouvement des gilets jaunes prenne de l'ampleur, c'est-à-dire le 17 novembre date de la première manifestation nationale). Ce niveau marque néanmoins un plus bas depuis mars 2017 et se situe 7 points en dessous de son dernier pic (novembre 2017). Le climat des affaires se maintient cependant toujours au-delà de sa moyenne de longue période, calée à 100, qu'il dépasse depuis janvier 2016. Dans le détail, par secteur, l'indicateur de l'industrie manufacturière, resté sur deux mois de forte baisse, a regagné un point à 105. Celui des services est stable à 103. Une stabilité en trompe l'œil car la marque d'octobre a été révisée à la baisse de 2 points. L'indicateur du bâtiment progresse d'un point à 109 et celui du commerce de détail de deux points, à 107. Le climat des affaires du commerce de gros, calculé tous les deux mois, est stable à 104. 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 française change d'orientation) se situe dans la zone indiquant « une situation conjoncturelle favorable ». Quant au climat de l'emploi, il perd deux points, à 105, mais reste néanmoins, lui aussi, bien au-dessus de sa moyenne de longue période.

■ Le climat des affaires en France

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Le climat des affaires en France

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

	Juin 18	Juillet 18	Août 18	Sept. 18	Oct. 18	Nov. 18
Climat des affaires	106,6	106,1	105,3	105,5	103,8	104,4
Climat des affaires dans l'industrie	109,6	108,8	109,7	107,1	104,0	104,8
Climat des affaires dans le bâtiment	108,4	108,6	108,2	107,9	108,0	108,7
Climat des affaires dans les services	105,1	104,6	103,6	104,8	102,8	102,6
Climat des affaires dans le commerce	112,2	113,7	110,8	108,5	105,1	106,7

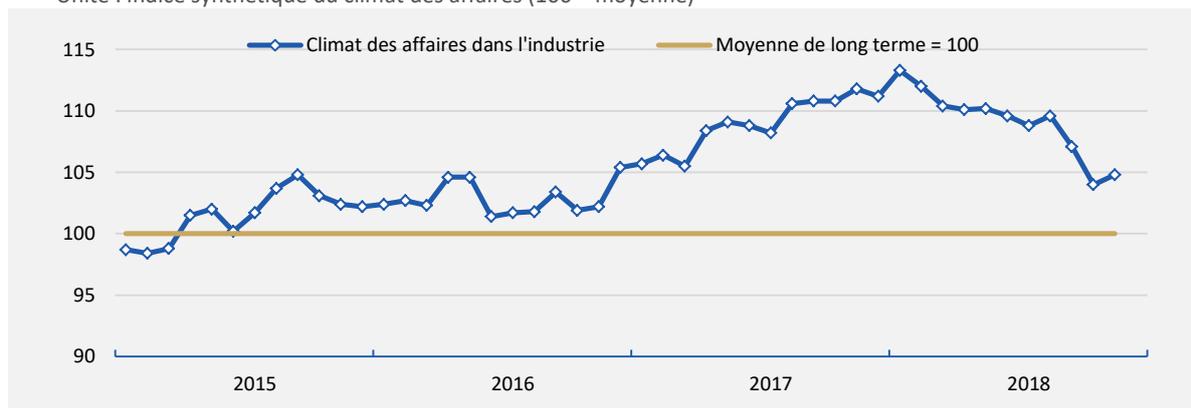
Source : Insee, dernières données disponibles 11/2018

Redressement à confirmer

Après deux mois de forte baisse, le climat des affaires s'est amélioré en novembre pour gagner deux points à 105. Parmi les bonnes nouvelles, le solde correspondant à la production passée est en hausse (ce qui est plutôt bon signe sur le niveau de la production à espérer en novembre) et les perspectives personnelles de production progressent pour le deuxième mois consécutif (après un violent décrochage en septembre) pour s'installer à nouveau nettement au-dessus de leur moyenne de longue période. Cette amélioration ne se retrouve pas néanmoins dans l'évolution du PMI (indice des directeurs d'achat, un indicateur composite de l'activité manufacturière d'un pays) calculé par l'institut IHS Markit. Il ressort à 50,8 contre 51,2 en octobre. L'indice tombe ainsi à son plus faible niveau depuis 26 mois notamment en raison d'un repli des nouvelles commandes. C'est d'ailleurs un point de convergence avec l'enquête de l'Insee. Le solde correspondant aux carnets de commandes globaux est resté « collé » en novembre à son niveau d'octobre qui marquait un plus bas depuis novembre 2016. L'indicateur de retournement se redresse malgré tout et se situe désormais dans la zone indiquant une conjoncture favorable. Parmi les grandes branches d'activité, c'est le grand écart entre l'agroalimentaire en hausse de 5 points (le climat des affaires atteint ainsi 107) et la branche des biens d'équipement où le climat conjoncturel s'est nettement dégradé (-5 points à 102).

■ Le climat des affaires dans l'industrie

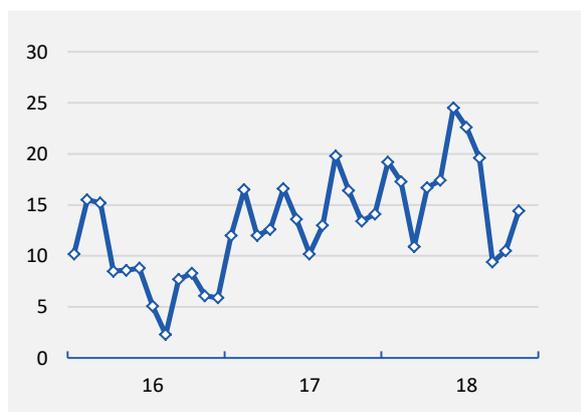
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives d'activité dans l'industrie

Unité : solde d'opinion des industriels, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

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

Unité : solde d'opinion des industriels, en %



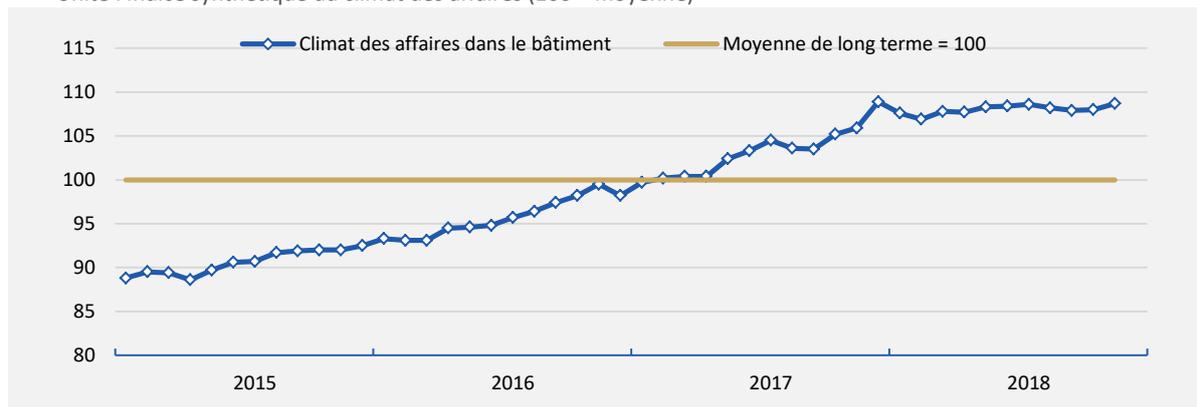
Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

Les perspectives s'améliorent après un passage difficile

En progression de 1 point, le climat des affaires (109) est à un pic depuis janvier dernier. Un haut niveau à relativiser car il tient pour beaucoup à l'amélioration des perspectives d'activité qui, en gagnant trois points, se situent à un plus haut depuis mai et bien au-dessus de leur moyenne de long terme. En revanche, pour ce qui est de l'activité passée, donc effectivement enregistrée par les entrepreneurs, la tendance n'est pas bonne et le solde correspondant recule de 2 points pour se retrouver à un plus bas depuis avril 2017, en phase avec la baisse du taux d'utilisation des capacités de production et des goulots de production. En outre, en cas d'accélération de l'activité (ce que semble confirmer l'amélioration du jugement des chefs d'entreprise sur l'évolution de leurs carnets de commandes), les professionnels risquent de se heurter à un manque de main-d'œuvre : la part des goulots due au manque de personnel continue de croître et, à 19%, elle est à un sommet depuis octobre 2008. Du côté des travaux publics, l'horizon est dégagé. Les opinions des entrepreneurs sur leur activité passée, comme à venir, s'améliorent et se situent nettement au-dessus de leur moyenne de long terme. Toutefois, comme dans le bâtiment, les professionnels font face à un manque croissant de main-d'œuvre.

■ Le climat des affaires dans le bâtiment

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives d'activité dans le bâtiment

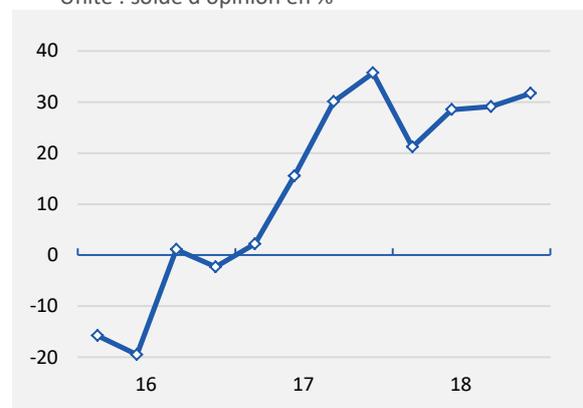
Unité : solde d'opinion en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives d'activité dans les travaux publics

Unité : solde d'opinion en %



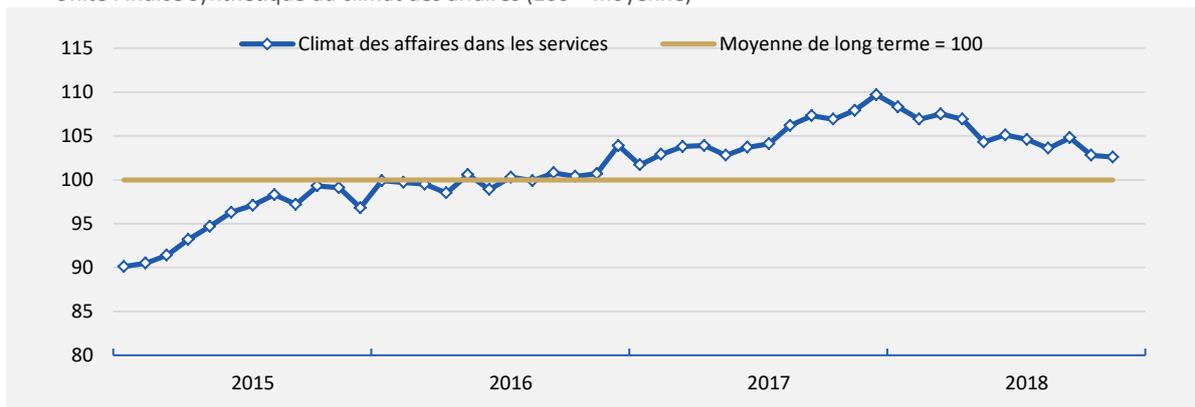
Source : Insee, dernière donnée disponible T4 2018

Solides, mais...

À 103, le climat des affaires en novembre s'est stabilisé à son niveau du mois précédent avec néanmoins un gros bémol : le chiffre d'octobre a été revu à la baisse de deux points. Surtout, les services sont entrés dans une zone de turbulences avec le mouvement des gilets jaunes. Deux branches sont plus principalement concernées, l'hébergement-restauration et le transport routier de marchandises. Les images des affrontements aux abords de l'Arc de triomphe, un des monuments les plus emblématiques de la capitale, ont eu d'ores et déjà eu un impact sur les réservations mais aussi sur la durée des séjours, les touristes écourtant leur passage à Paris et en France. Or, à la différence de nombreux secteurs, nulle possibilité de rattrapage. Le transport routier de marchandises est également fortement impacté : les entrepôts sont inaccessibles et les camions bloqués. Les climats des affaires devraient donc sérieusement décrocher en décembre dans ces deux branches d'activité, qui étaient en tête du classement en novembre avec des indicateurs qui se trouvaient respectivement à 112 et 108. L'indicateur de retournement, qui se situait déjà dans une zone indiquant une conjoncture défavorable en octobre et en novembre, y restera en décembre et il faut s'attendre à un sérieux accroc pour l'ensemble des services.

■ Le climat des affaires dans les services

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives d'activité dans les services

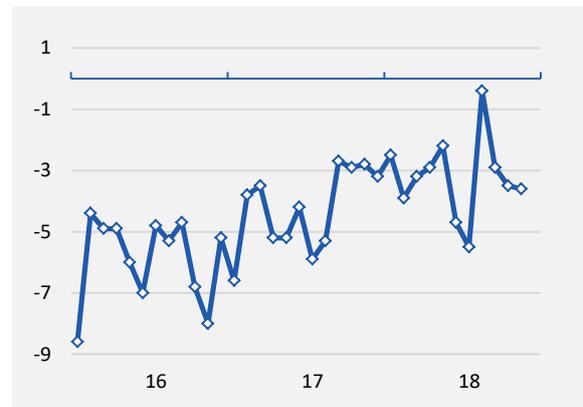
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives de prix dans les services

Unité : solde d'opinion, en %



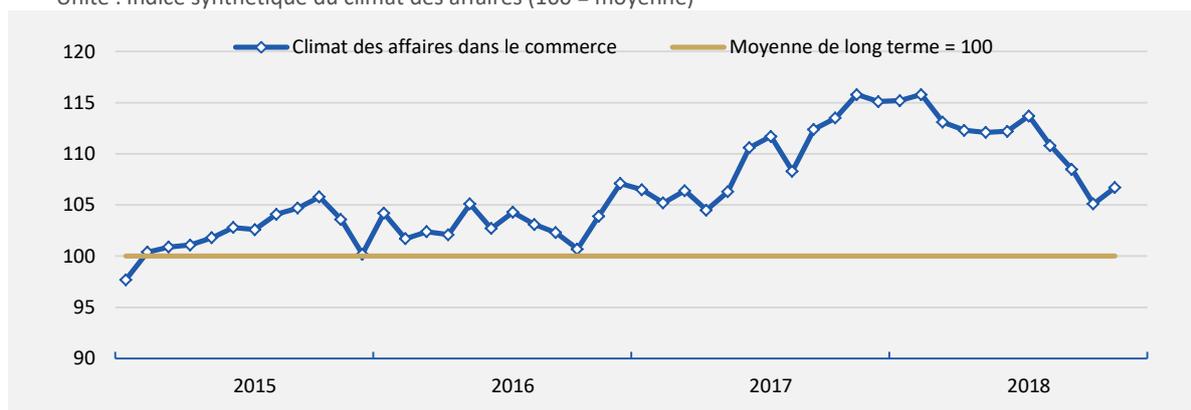
Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

Une fin d'année très compliquée

Le redressement du climat des affaires en novembre s'expliquait en partie par l'amélioration des perspectives d'activité et la hausse des intentions de commande alors que l'activité passée avait été jugée stagnante et en dessous de sa moyenne de long terme. Or, depuis le 17 novembre (date de la première manifestation générale des gilets jaunes), le commerce tourne au ralenti alors même qu'à l'approche de Noël l'activité bat généralement son plein dans le secteur : problèmes de livraison, blocage de centres commerciaux, fermetures préventives (comme, à Paris, les Galeries Lafayette et le Printemps du boulevard Haussmann), les anticipations d'accélération de l'activité dans le commerce ont fait long feu et ne sont plus d'actualité. Surtout, les espoirs de reports (et encore plus quand il s'agit de dépenses effectuées par des touristes) sont faibles. Si toutes les formes de commerce sont concernées, c'est bien la grande distribution et les grands magasins qui seront le plus impactés. Autant de difficultés qui sont venues s'ajouter à un contexte déjà difficile avec des ménages sur la défensive (en d'autres termes qui freinaient déjà sur leurs achats) en raison des craintes grandissantes sur l'évolution de leur situation financière. Ce décrochage a notamment entraîné une chute du solde correspondant à l'opportunité de faire des achats importants qui passe sous sa moyenne de long terme et qui se retrouve au plus bas depuis janvier 2015.

■ Le climat des affaires dans le commerce

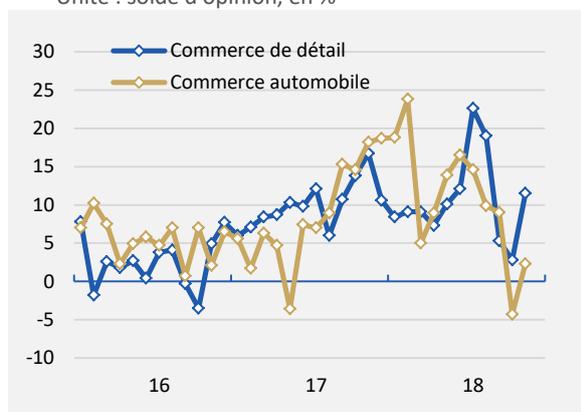
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives d'activité dans le commerce

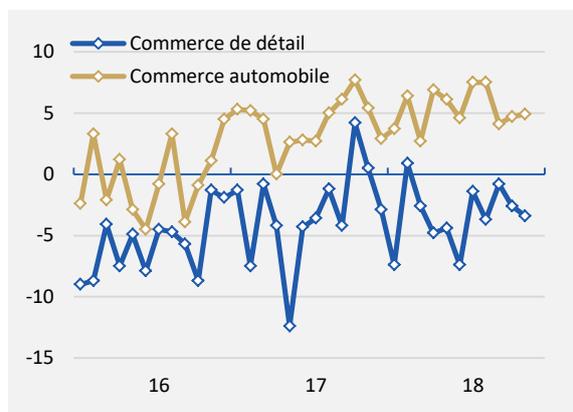
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les perspectives de prix dans le commerce

Unité : solde d'opinion, en %



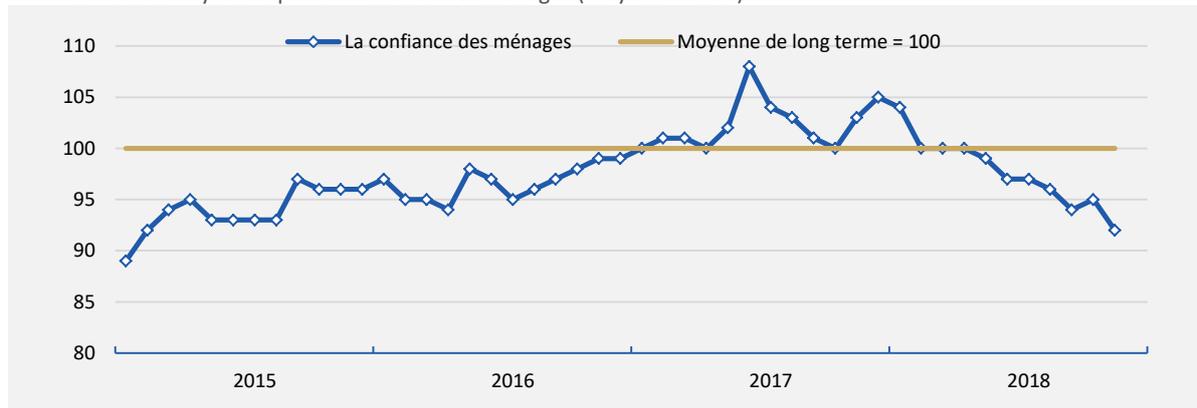
Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

Plombée

La confiance des ménages a sombré en novembre. À 92, elle se retrouve nettement en dessous de sa moyenne de long terme (100) et à son plus bas niveau depuis janvier 2015. Les Français se montrent notamment toujours très pessimistes sur leurs finances personnelles. Lorsque l'Insee les interroge sur leur situation financière, ils répondent qu'elle s'est particulièrement dégradée ces derniers mois et que cela devrait perdurer ces prochaines semaines (le solde correspondant est tombé à 18, soit un plancher depuis octobre 2014). Pessimistes sur leur propre situation, mais aussi pour l'ensemble de la population, les ménages interrogés anticipent ainsi une baisse générale du niveau de vie en France (le solde se retrouve au plus bas depuis décembre 2014) alors même que le mois d'octobre a été marqué par la deuxième tranche de baisse des cotisations salariales pour les salariés et que de nombreux ménages ont pu bénéficier d'une baisse du montant de leur taxe d'habitation. En d'autres termes, ces mesures n'ont pas été perçues et encore intégrées. Dans le même temps, les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage augmentent très fortement. Le solde correspondant gagne 21 points et se situe à son plus haut niveau depuis novembre 2016 (mais demeure cependant au-dessous de sa moyenne de longue période). En d'autres termes, le rebond de la consommation en octobre (+0,8% qui n'a pas compensé le recul de 2% du septembre) ne sera qu'un feu de paille.

■ La confiance des ménages

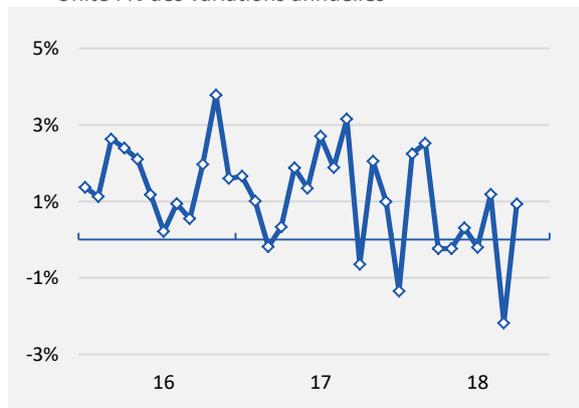
Unité : indice synthétique de confiance des ménages (moyenne = 100)



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ La consommation en biens des ménages

Unité : % des variations annuelles



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

■ Le taux de chômage

Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 10/2018

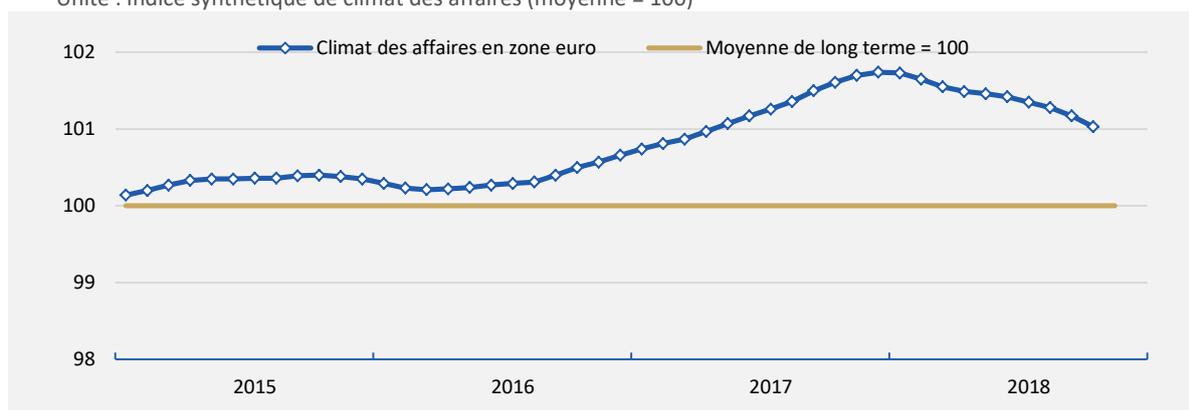
Le climat des affaires continue de se dégrader dans la zone euro

La confiance des industriels européens a reculé en octobre pour le 10e mois d'affilé, revenant ainsi à son niveau de mai 2017, alors qu'elle avait atteint un pic historique en décembre de l'année dernière. La dégradation du climat des affaires dans la zone euro est cohérente avec le ralentissement de l'activité économique constaté depuis le début de 2018, confirmé par les données du 3e trimestre. Le PIB de la zone euro n'a progressé que de 0,2% entre juillet et septembre, soit à un rythme deux fois plus faible que celui observé les deux trimestres précédents et divisé par trois ou quatre si on le compare aux performances de 2017.

À l'inverse de la tendance observée en Europe, le climat des affaires aux États-Unis affiche une tendance globalement haussière depuis près de deux ans. Soutenue par la réforme fiscale de Donald Trump, très favorable aux entreprises, et confortée par des chiffres de croissance très élevés ces deux derniers trimestres, la confiance des industriels américains s'est hissée en août dernier à un record sur plus de 14 ans, avant de reculer légèrement en septembre et en octobre. Le renforcement du dollar et les craintes d'une escalade des tendances protectionnistes ont pesé sur le climat des affaires ces deux derniers mois. L'apaisement des tensions commerciales avec la Chine lors du récent G20 de Buenos Aires pourrait donc favoriser une nouvelle reprise de la confiance aux États-Unis au cours des prochains mois.

■ Le climat des affaires en zone euro

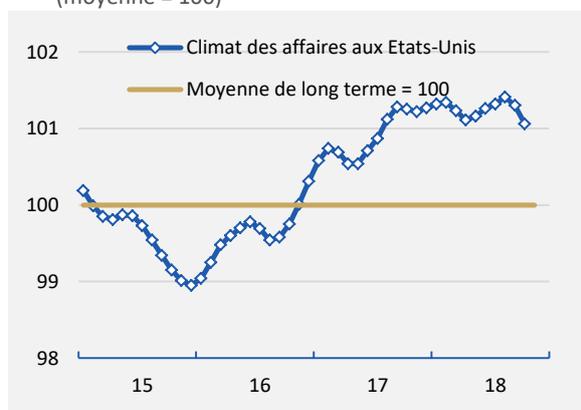
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 10/2018

■ Le climat des affaires aux États-Unis

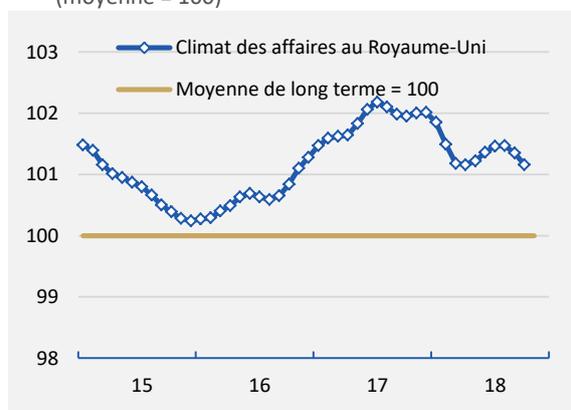
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 10/2018

■ Le climat des affaires au Royaume-Uni

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



Source : OECD, dernière donnée disponible 10/2018

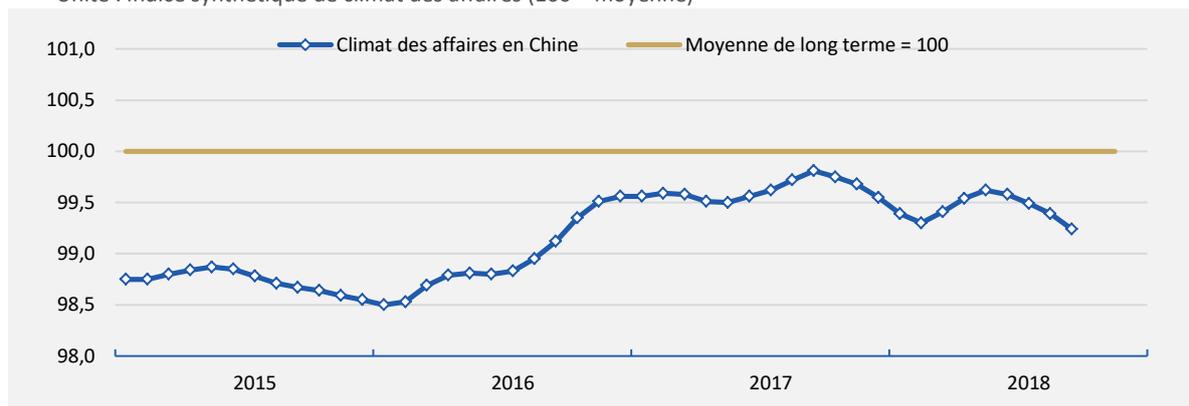
Dégradation généralisée du climat des affaires dans les grandes économies émergentes

Depuis août dernier, le climat des affaires s'est simultanément dégradé en Chine, en Russie et au Brésil. La progressive normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, se traduisant par une hausse des taux d'intérêts sur les obligations américaines, réduit mécaniquement l'attractivité des placements financiers dans les pays émergents et encourage les sorties des capitaux de ces économies. Conséquence, les devises émergentes se sont fortement dépréciées vis-à-vis du dollar cette année, ce qui fragilise davantage la situation des entreprises locales ayant des dettes libellées en dollars. Par rapport aux premiers mois de 2018, le yuan a perdu 9% de sa valeur en dollars, tandis que le réal brésilien et le rouble russe se sont dépréciés de 15%.

La montée des tensions commerciales avec les États-Unis a été un autre facteur qui a contribué à plomber le moral des industriels dans les pays émergents, surtout en Chine et au Brésil, où cet indicateur évolue au-dessous de son niveau considéré « normal », correspondant à sa moyenne de long terme. Dans ces deux pays, nous attendons une légère amélioration du climat des affaires au cours des prochains mois. Ce sera particulièrement le cas au Brésil avec l'élection de Jair Bolsonaro, populiste de droite proche du milieu des affaires et partisan d'une entente solide avec les États-Unis.

■ Le climat des affaires en Chine

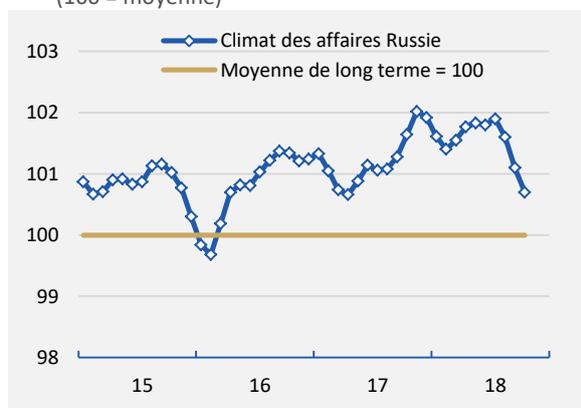
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 09/2018

■ Le climat des affaires en Russie

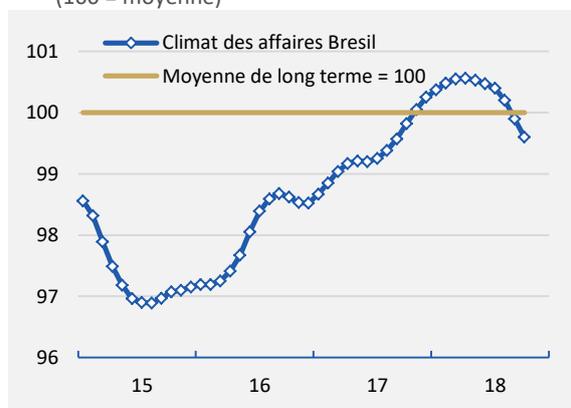
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 10/2018

■ Le climat des affaires au Brésil

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



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 10/2018

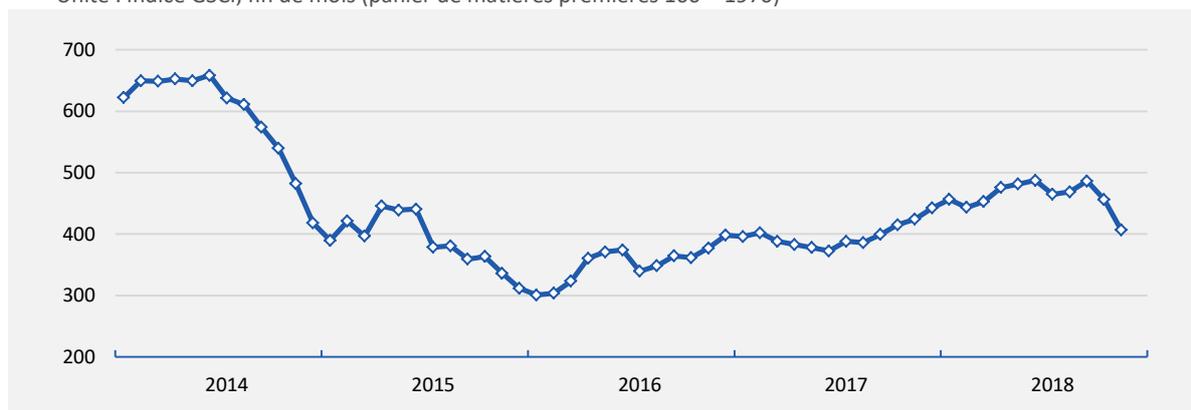
Le cours du Brent dévise en novembre dans un contexte d'offre de nouveau excédentaire

Le cours du Brent a dévissé de près de 20% en novembre, affichant ainsi sa plus forte baisse mensuelle depuis janvier 2015. Alors que le cours du Brent venait de dépasser, début octobre, le seuil des 85 dollars le baril, les chiffres de l'Agence Internationale de l'Énergie pointaient du doigt un excès d'offre conséquent (d'un peu moins d'un million de barils par jour) sur le marché mondial au troisième trimestre 2018, s'expliquant, d'une part, par le ralentissement de la demande mondiale, et, d'autre part, par une forte progression de l'offre. En effet, la production américaine est à son record historique, à 11,7 millions de barils par jour (mbj), la production russe a atteint cet automne un pic de l'ère post-soviétique (à 11,4 mbj), tandis que l'offre OPEP a nettement progressé depuis le printemps dernier, grâce à la hausse de la production des pays arabes du Golfe, mais aussi de la Libye et du Nigeria, compensant le recul de la production vénézuélienne et iranienne.

Le constat d'une offre mondiale de pétrole de plus en plus excédentaire (avec un surplus qui pourrait doubler à environ 2 millions de barils par jour d'ici la fin 2019 si l'OPEP maintenait sa production actuelle) a contribué à refroidir les cours de l'or noir ces dernières semaines, d'autant plus que les sanctions américaines contre l'Iran, entrées en vigueur le 5 novembre, se sont révélées moins draconiennes que prévu (du fait des dérogations accordées à de nombreux pays importateurs de brut iranien). Dans ce contexte, l'OPEP et la Russie se sont accordées –début décembre – pour des nouvelles coupes de production en 2019.

■ 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 11/2018

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

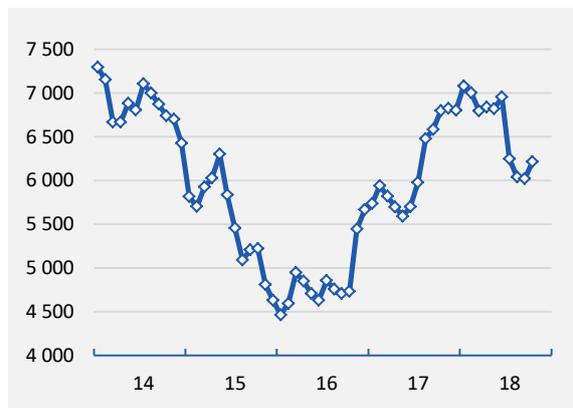
Unité : prix en dollars us / baril Pays-Bas



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro tire le dollar à la hausse

Après une longue phase d'appréciation de l'euro entre avril 2017 et avril 2018, la devise européenne s'est dépréciée de 8% vis-à-vis du billet vert entre mai et novembre, s'établissant à 1,14 dollar en moyenne sur ce dernier mois. Le ralentissement généralisé de la croissance dans la zone euro, confirmé par les données de PIB du 3^e trimestre, comparé aux très bons chiffres de la croissance américaine (plus de 1% en T2 puis 0,9% en T3) a poussé la devise européenne vers un plancher qu'elle n'avait plus touché depuis l'été 2017.

Les politiques monétaires menées des deux côtés de l'Atlantique vont dans le sens d'une appréciation du dollar, car le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro continue de s'élargir, avec une nouvelle hausse (la quatrième cette année) des taux directeurs de la Réserve fédérale prévue en décembre. Certes, la remontée graduelle des taux directeurs aux États-Unis et le maintien d'une politique monétaire expansionniste dans la zone euro jusqu'à la fin de 2018 étaient déjà pris en compte par les marchés et intégrés dans un taux de change évoluant autour de la barre de 1,2 dollar pour un euro. Cependant, le constat d'une croissance plus forte que prévu aux États-Unis pourrait pousser la Réserve fédérale à accélérer son calendrier de remontée des taux. Cette anticipation a encouragé les investisseurs à se positionner davantage sur le dollar ces derniers mois.

■ Le cours euro / dollar

Unité : US dollar pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Le cours euro / livre sterling

Unité : livre sterling pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Le cours euro / yen

Unité : yen pour 1 euro



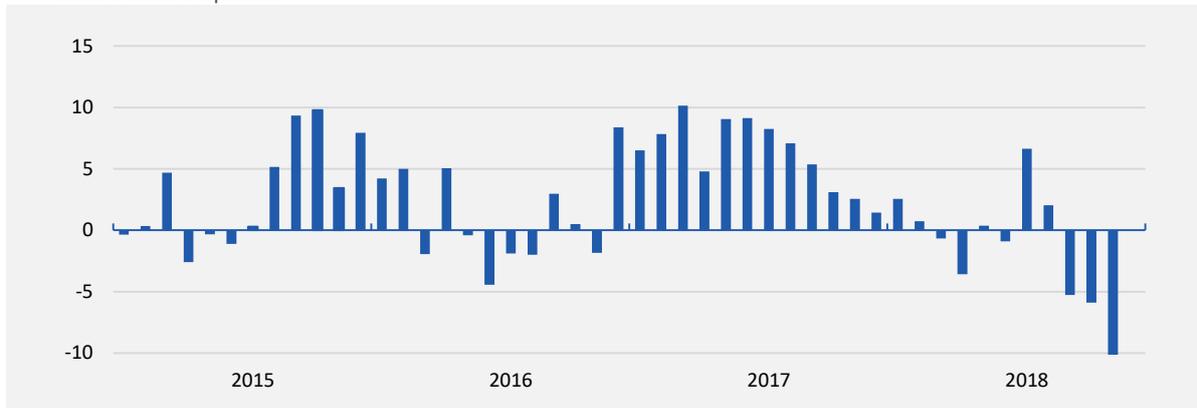
Source : Insee, dernière donnée disponible 08/2018

Alerte sur la situation des trésoreries

Depuis trois mois maintenant, une courte majorité de trésoriers jugent la situation de leurs trésoreries difficile. Le solde d'opinions a même dévissé en octobre pour chuter à son plus bas niveau depuis 2013. 30% des trésoriers estiment que les prix des matières premières exercent une influence sur leur trésorerie et leur impact reste jugé très nettement négatif. De même, 40% des trésoriers estiment que le taux de change euro-dollar a un effet sur l'évolution de leur trésorerie et, comme pour les matières premières, il est considéré comme majoritairement négatif. Le jugement sur la recherche de financement est jugé un peu plus difficile et les marges des crédits bancaires sont de plus en plus ressenties en hausse. Dans un environnement de taux d'intérêt nominaux encore très bas (l'Euribor 3 mois, négatif, reste collé à son plancher), la détention de cash reste une fois de plus ultra-privilégiée sur les placements.

■ La trésorerie d'exploitation des grands groupes

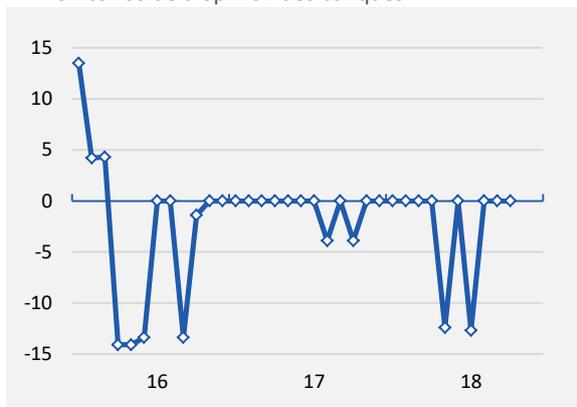
Unité : solde d'opinion



Source : AFTE, dernière donnée disponible 11/2018

■ Les critères d'octroi des crédits aux entreprises

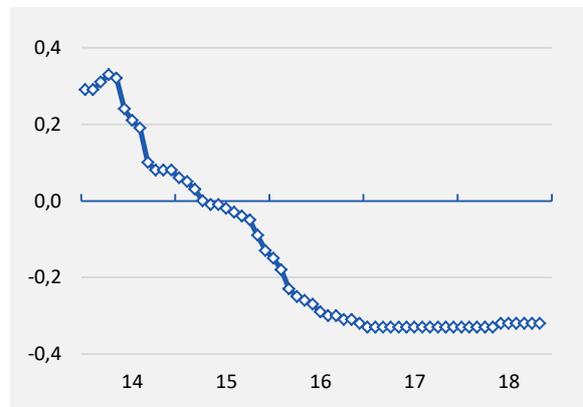
Unité : solde d'opinion des banques



Source : BDF, dernière donnée disponible 10/2018

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

Unité : taux en %



Source : Euribor EBF, dernière donnée disponible 11/2018

FRANCE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018



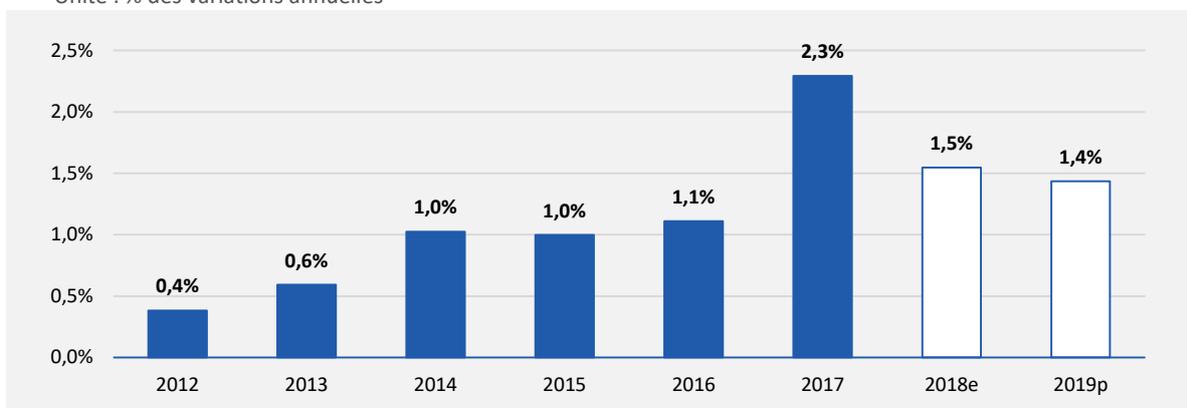
2.1. LES INDICATEURS CLÉS	21
Le PIB	21
La consommation des ménages	22
Le pouvoir d'achat des ménages	23
Le taux de chômage	24
L'inflation	25
L'investissement des entreprises	26
Le commerce extérieur de la France	27
Le cours euro / dollar	28
2.2. LES INDICATEURS OPÉRATIONNELS	29
Le cours du pétrole	29
Les cours des métaux	30
Les cours des matières premières agricoles	31
2.3. LES ÉCLAIRAGES SECTORIELS	32
L'industrie manufacturière	32
Les industries alimentaires	33
L'industrie automobile	34
Le commerce de détail	35
L'activité du BTP	36
Les transports et l'entreposage	37
L'hébergement et la restauration	38

Moins de 1,5% de croissance en 2019

Après six mois très décevants bloqués à 0,2%, la croissance a modérément rebondi au 3^e trimestre (+0,4%). Plus qu'à une franche accélération de l'activité, c'est au final simplement un retour à la normale, notamment en matière de consommation. Après un début d'année pénalisé par la chute du pouvoir d'achat (hausse de la CSG, durcissement de la fiscalité sur les carburants), les conséquences des grèves dans les transports (ferroviaires et aériens) et la baisse des dépenses d'énergie en raison de l'exceptionnelle douceur du printemps, un rattrapage s'est produit, mais il va se dissiper. En outre, la hausse du pouvoir d'achat (seconde tranche de la baisse des cotisations salariales pour les salariés, suppression graduelle de la taxe d'habitation) est passée inaperçue au moment où le mouvement des gilets jaunes prenait de l'ampleur, ne laissant ainsi aucune place à une accélération de la consommation comme cela était programmé pour le 4^e trimestre. Les quelques bonnes nouvelles viennent de la chute des cours du pétrole qui va modérer l'inflation ainsi que des entreprises avec un investissement et des exportations en hausse. Selon notre scénario, la croissance au 4^e trimestre redescendra à 0,1%, ce qui limitera la hausse sur l'ensemble de l'année à 1,5%. Dans ce cas, l'acquis pour 2019 ne sera que de 0,3%, à comparer aux 1% observé à la fin 2017 pour 2018. À défaut d'une franche accélération, la croissance devrait néanmoins rester suffisante pour alimenter les créations d'emplois, mais la décreue du chômage sera relativement modeste, ce qui n'encouragera pas beaucoup les Français à se défaire de leur épargne de précaution pour consommer plus. Quant aux effets de report, après une fin 2018 marqué par le mouvement des gilets jaunes, ils seront limités. L'accélération de la consommation qui devait porter la croissance en 2019 est donc en partie contrariée, malgré les mesures de soutien au pouvoir d'achat ne permettant pas d'espérer plus de 1,4% de croissance.

■ Le PIB de la France

Unité : % des variations annuelles



Estimation et prévision Xerfi / Source : Insee

■ Le scénario macro-économique pour la France à l'horizon 2019

Unité : % des variations annuelles

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	1,1%	2,3%	1,5%	1,4%
Consommation	1,9%	1,1%	0,8%	1,3%
Conso. publique	1,4%	1,4%	1,0%	0,8%
Investissement	2,7%	4,7%	2,9%	1,9%
Construction	1,0%	3,7%	1,3%	0,3%
Equipement	6,1%	4,3%	3,5%	4,4%
Importation	3,1%	4,1%	0,8%	1,7%
Exportations	1,5%	4,7%	2,5%	2,4%

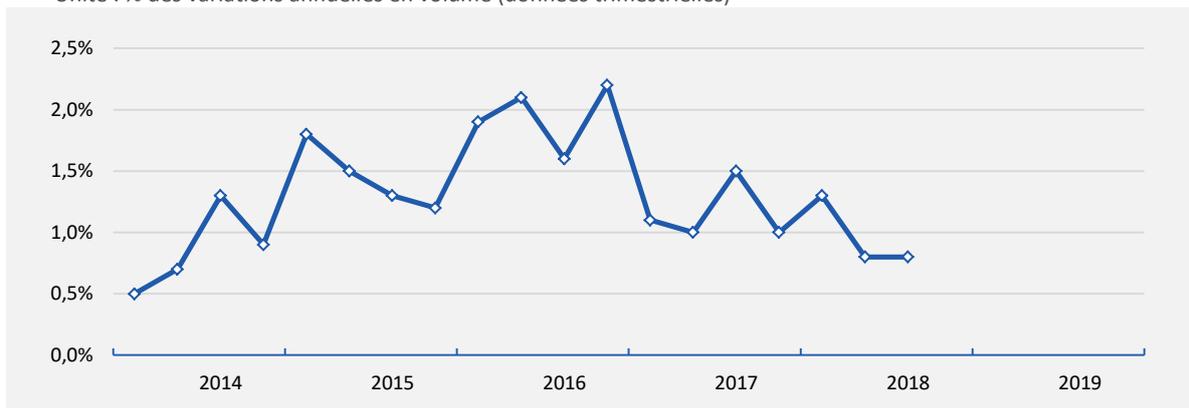
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Xerfi

Accélération décevante

Outre les conditions météorologiques, le coup de mou de la consommation des ménages début 2018 s'explique par le calendrier fiscal qui a affecté le pouvoir d'achat au 1^{er} trimestre. En revanche, à partir du second semestre, le revenu des Français, bénéficiant de l'allègement de la fiscalité directe, la consommation devait accélérer. C'est bien ce qui s'est passé au 3^e trimestre avec des dépenses des ménages en hausse de 0,4% (après -0,1% au deuxième trimestre). Mais cela n'ira pas plus loin. La seconde tranche de la baisse des cotisations sociales pour les salariés et la suppression graduelle de la taxe d'habitation sont passées totalement inaperçues et n'ont pas été intégrées (ou pas encore) par les ménages comme le montre la chute de leurs opinions sur les perspectives d'évolution de leur situation financière et, dans la foulée, de celles concernant l'opportunité de faire des achats importants au plus bas depuis octobre 2014. À cela s'ajoutent les conséquences des gilets jaunes dont le mouvement a brutalement pris de l'ampleur (à partir du 17 novembre, date de la première manifestation nationale). L'effet report sur 2019 risque d'être décevant tout comme les retombées de la baisse de l'inflation au moment où les retombées psychologiques du prélèvement à la source (les ménages découvriront le 31 janvier 2019 leur nouveau salaire net, amputé de l'impôt sur le revenu) seront les plus fortes. Les effets de la hausse du pouvoir d'achat risquent donc d'être en partie dilués en 2019 avec un impact limité sur la consommation dont la hausse ne dépassera pas 1,3%.

■ La consommation des ménages

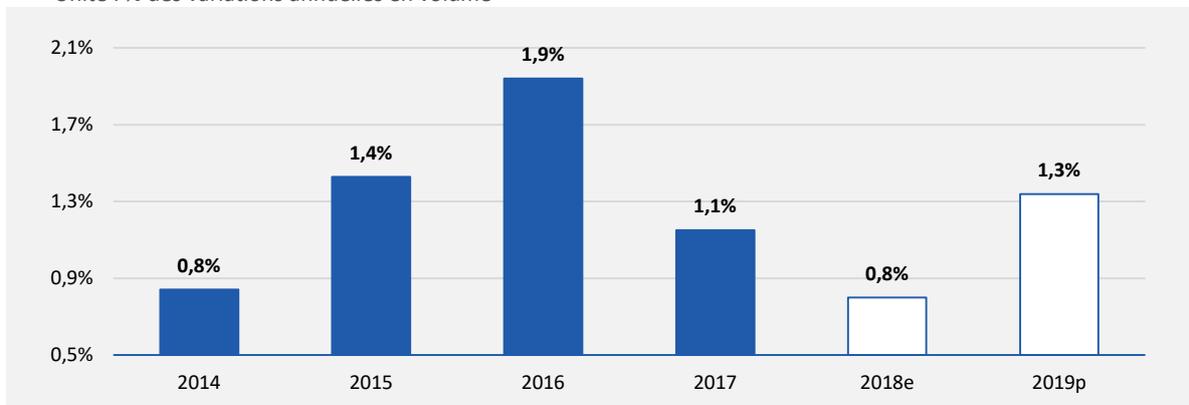
Unité : % des variations annuelles en volume (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T3 2018

■ La consommation des ménages

Unité : % des variations annuelles en volume



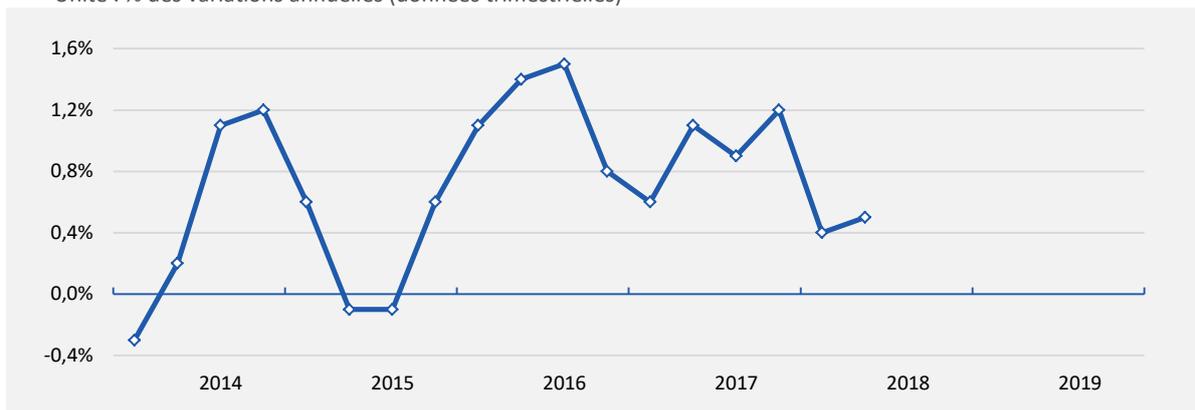
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

Accélération

Heures supplémentaires, prime d'activité, CSG, gel de la hausse de la taxe carbone sur un an... les annonces faites en décembre 2018, c'est un chèque de plus de 10 milliards d'euro restitués aux ménages pour 2019, soit un gain instantané de 0,6% du pouvoir d'achat. A cela s'ajoute, les marges de manœuvres dont vont bénéficier les entreprises. En plus de recevoir le versement du CICE au titre de l'exercice 2018, les entreprises vont en effet profiter dès janvier de la bascule du dispositif en baisse de charges. De quoi largement renflouer leur trésorerie. Pour prendre la mesure de cet effet, il faut tenir compte du caractère ponctuel de la créance 2018. Il est peu probable dès lors que les 20 milliards d'euros soient affectés à l'investissement (sauf à en accélérer la mise en œuvre) ou à l'emploi. Le scénario le plus probable est que ce chèque dope la composante variable et non récurrente des rémunérations : prime, intéressement, participation ou éventuellement la distribution de dividendes. Ces évolutions se dérouleront en outre dans un contexte de plus faible inflation (conséquence du recul des prix de l'énergie). Après être resté bloqué à moins de 1% en 2018, la progression du pouvoir d'achat devrait s'approcher de 2% en 2019.

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

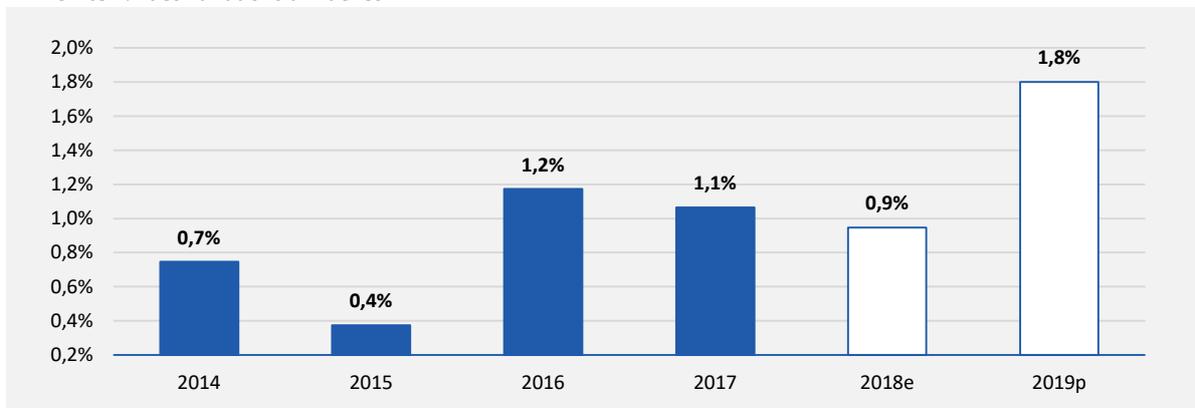
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T2 2018

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

Unité : % des variations annuelles



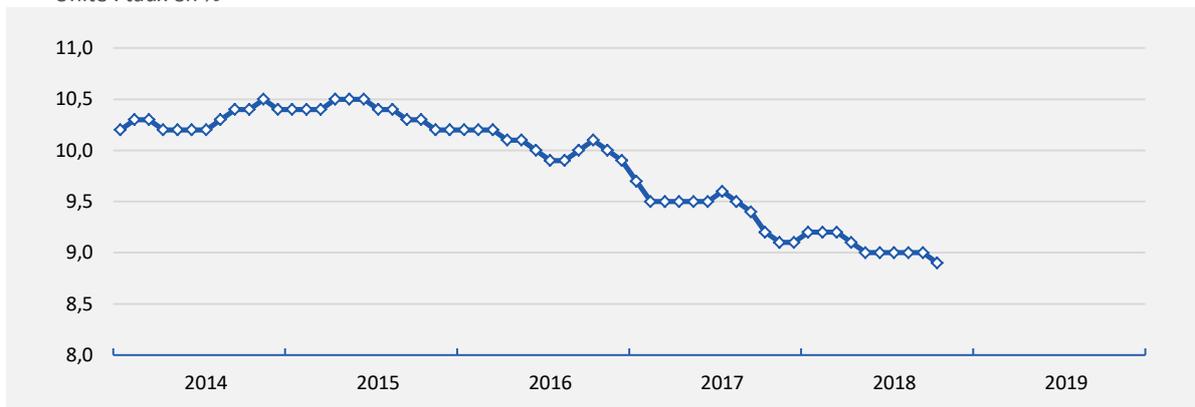
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

Très lente dégrue du taux de chômage

L'emploi salarié a augmenté de 349 600 postes en 2017. Signe de l'enracinement de la reprise de l'emploi, cela fait 13 trimestres consécutifs de hausse pour un total de 763 000 créations nettes depuis début 2015. Autre bonne nouvelle, ce sont bien les entreprises qui sont au cœur de cette nouvelle dynamique et qui ont pris le relais d'un emploi public, depuis peu en baisse, après avoir fait son office pendant la crise. Des emplois oui, mais quels types d'emplois ? Beaucoup d'intérimaires d'abord, 811 000, un record historique. L'intérim représente peut-être moins de 3% de l'emploi salarié en France mais il explique à lui seul près du tiers des emplois créés depuis la reprise. Beaucoup de temps partiels aussi : près de 19% des personnes en emploi travaillent à temps partiel, ce qui témoigne d'un plus fort contenu en emplois morcelés. Les statistiques de l'ACOSS indiquent quant à elles que les embauches se sont stabilisées à un niveau qui augure d'un prolongement du mouvement de hausse de l'emploi hors intérim. Surtout, le CDI fait son grand retour. Précédemment portées par les formes les plus précaires, les créations d'emplois entrent dans une nouvelle phase plus robuste. Ce bon signal peut être en partie contrarié par les évolutions naturelles de la population active, en hausse elle aussi, ainsi que par le retour sur le marché du travail de personnes jusque-là découragées. Cela explique en partie la lenteur de la dégrue du taux de chômage qui resterait, selon notre scénario, proche de 9% en moyenne en 2018 comme en 2019.

■ Le taux de chômage

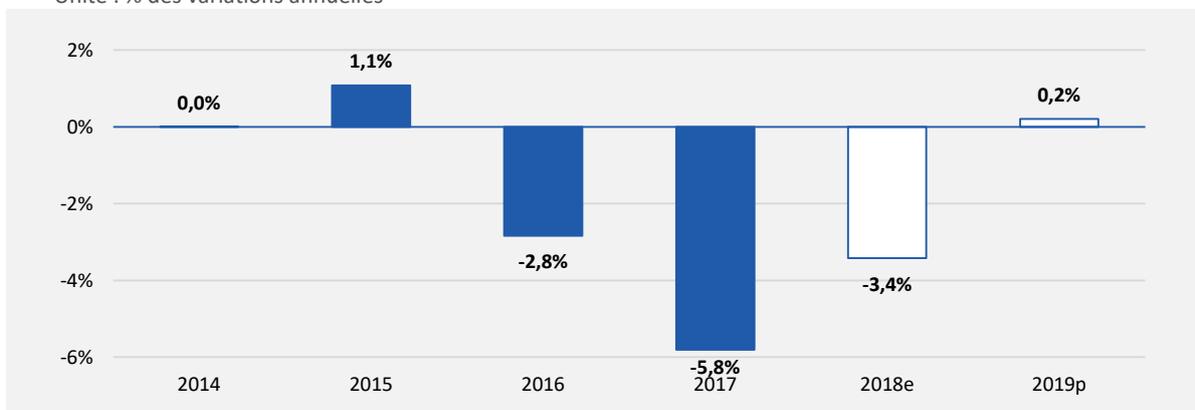
Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 10/2018

■ Le nombre de chômeurs

Unité : % des variations annuelles



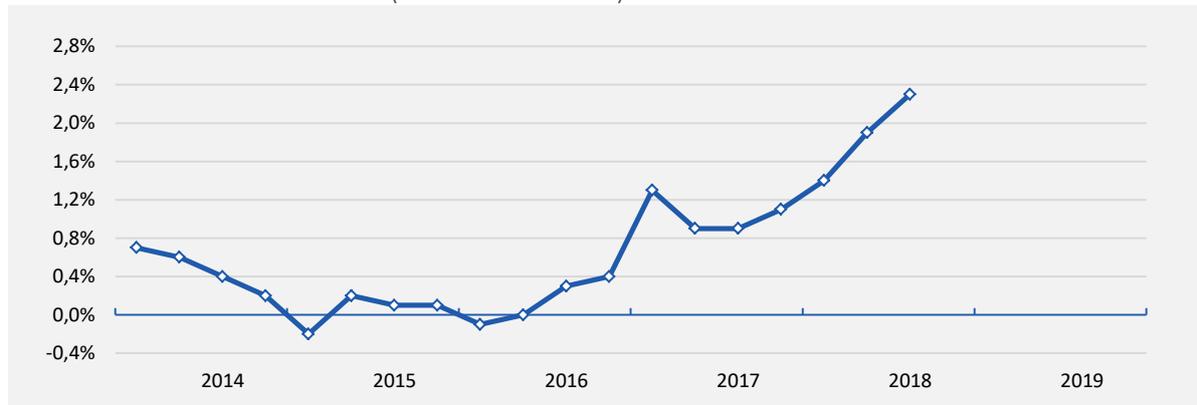
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Eurostat

La baisse du prix du pétrole et le gel des taxes modèrent l'inflation

Le récent reflux du cours du Brent (descendu aux alentours de 60 dollars le baril) va mécaniquement se traduire par de l'inflation en moins tant les prix du pétrole ont une influence directe sur le niveau général des prix. La désinflation prononcée entre la mi-2014 et la mi-2016 reflète ainsi pour l'essentiel la trajectoire des cours du pétrole en euros, divisés par deux. Leur remontée a donc naturellement renversé la tendance et positionné l'inflation sur un rythme supérieur à 2%, au plus haut depuis le printemps 2012. Ce retour de la hausse des prix ne reflétait pas néanmoins 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 l'énergie, les produits alimentaires frais ou les produits administrés comme le tabac), coincée autour de 1% en moyenne annuelle. Tant qu'aucune boucle prix-salaire ne s'enclenchera, la trajectoire de l'inflation traduira d'abord l'évolution des prix de l'énergie, donc principalement du pétrole. Or, proche de 60 dollars, le cours du baril est trop faible car les pays de l'OPEP, la Russie et même désormais les États-Unis ont intérêt à avoir un cours du pétrole élevé. Cette convergence d'intérêts laisse entrevoir une inversion de tendance sans nouvelle flambée, compte tenu des risques que cela ferait courir sur la croissance mondiale, donc sur la demande de brut. Quant à la remontée du seuil de revente à perte dans la grande distribution, héritée de la loi sur l'alimentation qui devait se traduire par une accélération des prix dans l'alimentation, les ordonnances ont été repoussées *sine die* ainsi que les taxes portant sur le gaz, l'électricité et les carburants ce qui va mécaniquement modérer la hausse des prix.

■ L'inflation

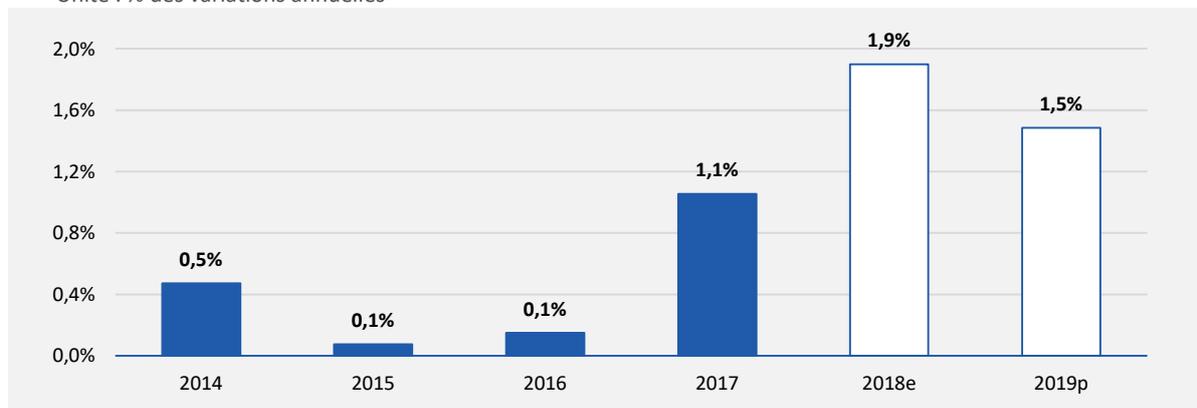
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T3 2018

■ L'inflation

Unité : % des variations annuelles



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

Le cycle de l'investissement n'est pas terminé

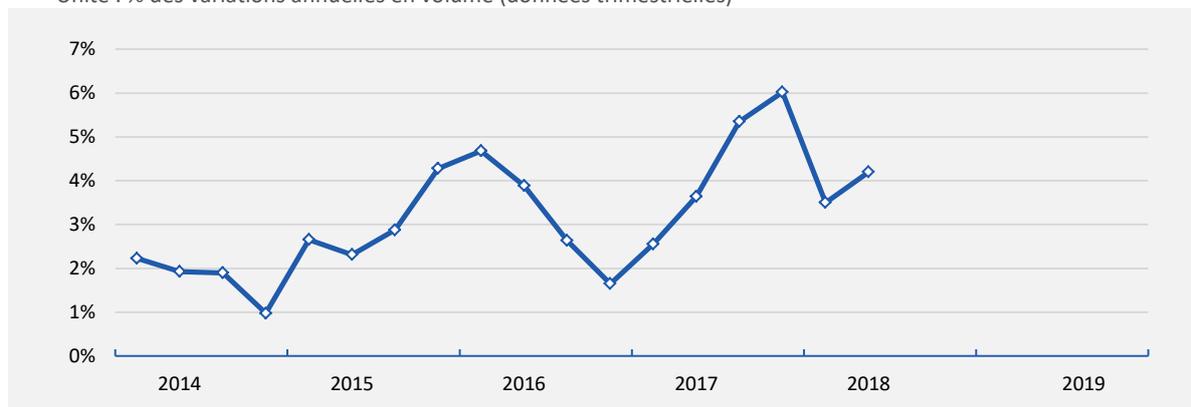
Après sa baisse de régime au 1^{er} trimestre, l'investissement des entreprises a repris de la vigueur aux deuxième et troisième trimestres. De fait, l'investissement reste sur de bons rails et devrait continuer de progresser à un rythme soutenu en 2018 (proche de 4%). Toutes les conditions sont en effet réunies :

- le taux d'utilisation des capacités de production ne cesse de s'élever. En outre, de plus en plus d'industriels se heurtent à de fortes contraintes d'offres et le niveau des goulots de production se rapproche des pics de la fin 2000-début 2001. Une part croissante de l'investissement devrait donc aller vers l'accroissement des capacités de production ;
- l'investissement en logiciels avec la vague de digitalisation est totalement essentiel dans une économie de services comme celle de la France ;
- après une pause, l'amélioration des marges des entreprises devrait se poursuivre. Certes, elles ne sont pas encore revenues à leur niveau d'avant crise mais le CICE a permis de rééquilibrer la situation. À cela s'ajoutent des hausses de prix qui passent un peu mieux dans l'industrie 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).

Même si 2019 s'annonce un peu moins dynamique, le cycle de l'investissement n'est pas terminé et une 7^e année de hausse se profile.

■ L'investissement des entreprises non financières

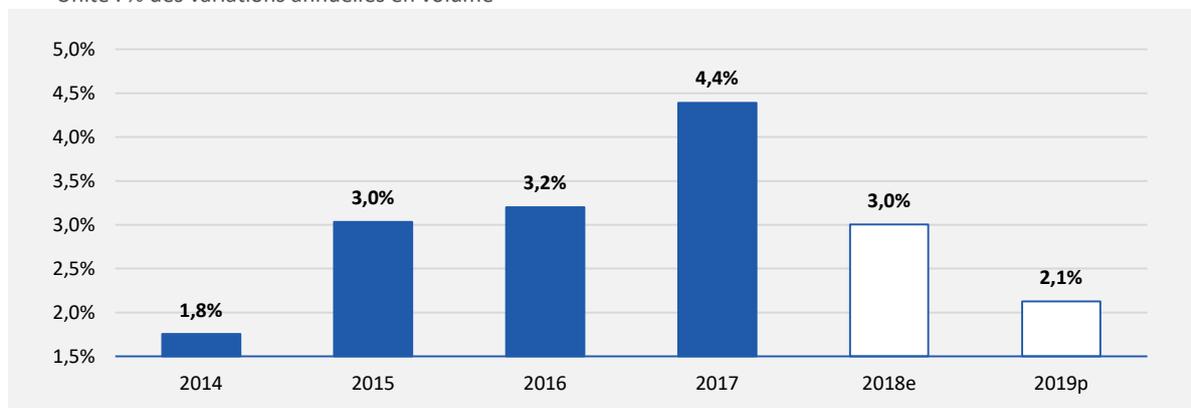
Unité : % des variations annuelles en volume (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T2 2018

■ L'investissement des entreprises non financières

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

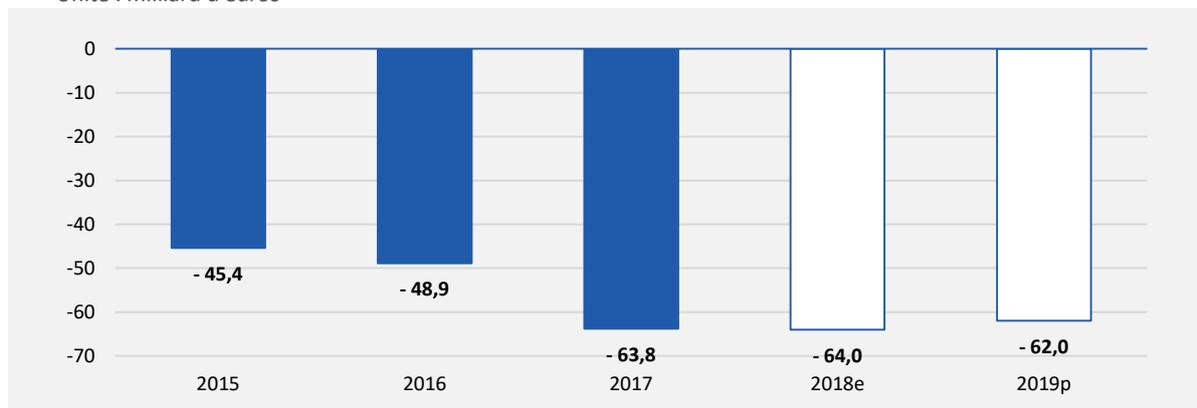
Un déficit stable en 2018, grâce à l'amélioration des comptes extérieurs de l'industrie française

Le déficit commercial de la France a nettement reculé au 3^e trimestre, descendant à 14,9 milliards d'euros, après avoir dépassé les 17 milliards en T2. Cette amélioration s'explique surtout par le recul temporaire des importations manufacturières, notamment dans les secteurs aéronautique et pharmaceutique. En revanche, la facture énergétique a continué de s'alourdir et le déficit en hydrocarbures (pétrole brut et gaz naturel) a atteint un point haut depuis T3 2014.

Les données cumulées de janvier à octobre laissent présager pour l'année 2018 un déficit commercial d'environ 64 milliards d'euros, soit à peu près le même chiffre qu'en 2017. La stabilisation du déficit des comptes extérieurs de la France par rapport à l'année dernière sera le résultat, d'une part, d'un renchérissement de la facture énergétique et, d'autre part, d'une amélioration d'environ 2 milliards d'euros du solde de l'industrie manufacturière. Celle-ci restera certes déficitaire – il s'agit désormais d'une caractéristique structurelle de l'économie française depuis le milieu des années 2000 – mais à la différence des deux exercices précédents, le déficit manufacturier ne se sera pas creusé cette année, grâce à une progression plus soutenue des exportations de produits manufacturés que des importations. Cette tendance positive du côté de l'industrie devrait se poursuivre en 2019 se traduisant, cette fois, par une baisse du déficit commercial français. En effet, la facture énergétique ne devrait plus augmenter l'année prochaine, dans notre scénario de stabilisation du cours du Brent à environ 70 dollars le baril en moyenne sur l'année.

■ Le solde commercial de la France

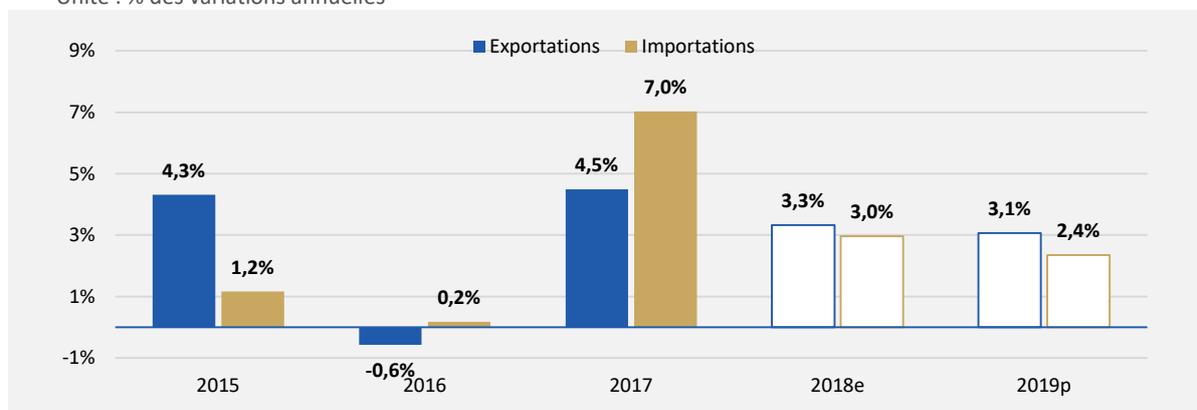
Unité : milliard d'euros



Estimation et prévision Xerfi / Source : Insee

■ Les exportations et importations de la France

Unité : % des variations annuelles



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

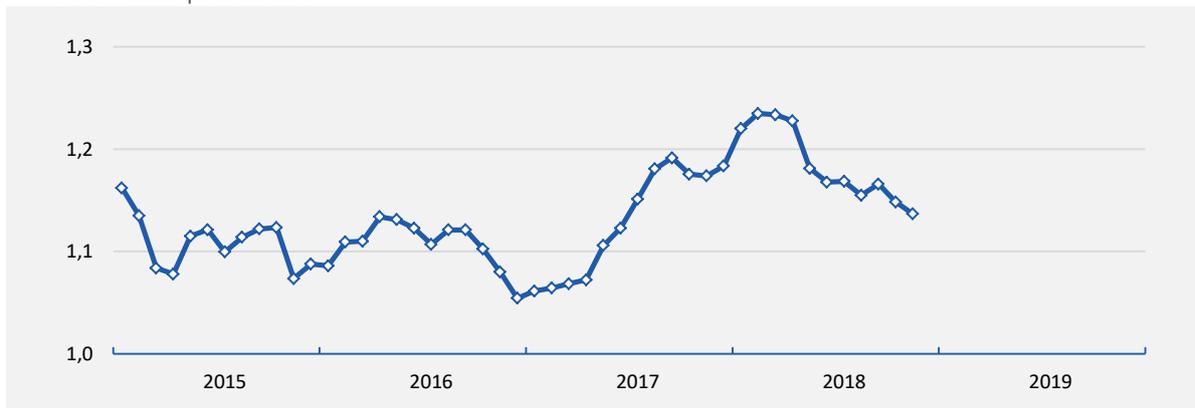
Vers une stabilisation de l'euro autour de 1,15 dollar en 2019

Après une nette appréciation vis-à-vis du dollar entre mai 2017 et janvier 2018, le taux de change de l'euro s'est stabilisé à 1,23 dollar en moyenne entre février et avril, un niveau que la devise européenne n'avait pas atteint depuis la fin de 2014. Le taux de change entre les deux devises est ainsi sorti de la bande étroite (1,05/1,15) au sein de laquelle il avait évolué en 2015-2016. Cependant, alors que l'euro-dollar semblait avoir trouvé une nouvelle « norme », juste au-dessus de 1,20 dollar pour un euro, la devise européenne s'est dépréciée assez nettement cet été, jusqu'à redescendre au niveau de 1,14 dollar en moyenne sur le mois de novembre. L'écart de croissance constaté entre les États-Unis – très dynamiques – et une zone euro en ralentissement est devenu ces derniers mois le principal déterminant du taux de change entre les deux devises, incitant les investisseurs à se positionner davantage sur le dollar.

De l'autre côté, l'euro est soutenu par des facteurs structurels, tels que le différentiel d'inflation entre les deux zones et la situation des balances courantes (excédentaire de presque 4 points de PIB dans la zone euro, déficitaire à hauteur de 2,5% du PIB aux États-Unis). Ainsi, nous ne pensons pas que le récent ajustement haussier du dollar inaugure une nouvelle phase d'appréciation durable de la devise américaine. Notre scénario à court terme est celui d'un taux de change qui se stabiliserait autour de 1,15 dollar pour un euro d'ici la fin de l'année prochaine, ce qui impliquerait une légère dépréciation, en moyenne annuelle, de la devise européenne en 2019, après deux années consécutives d'appréciation vis-à-vis du billet vert.

■ Le cours euro / dollar

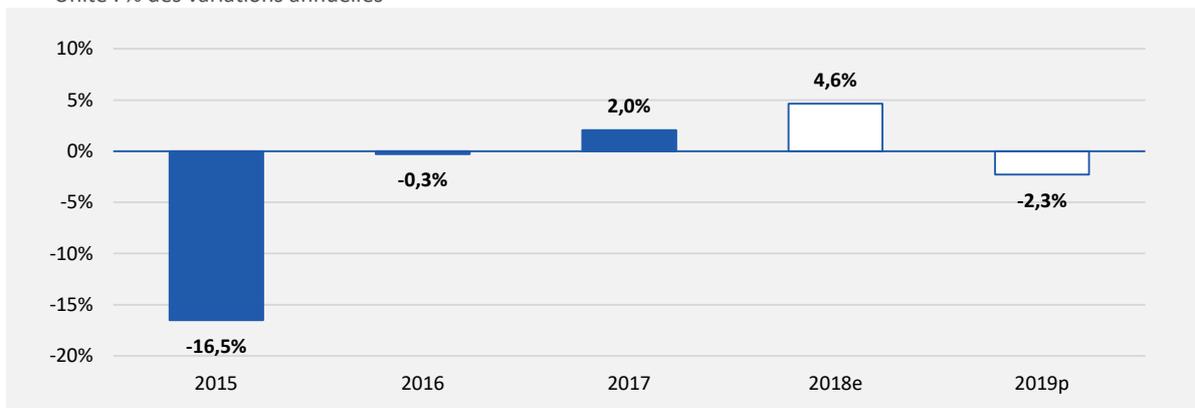
Unité : dollar pour un euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

■ Le cours euro / dollar

Unité : % des variations annuelles



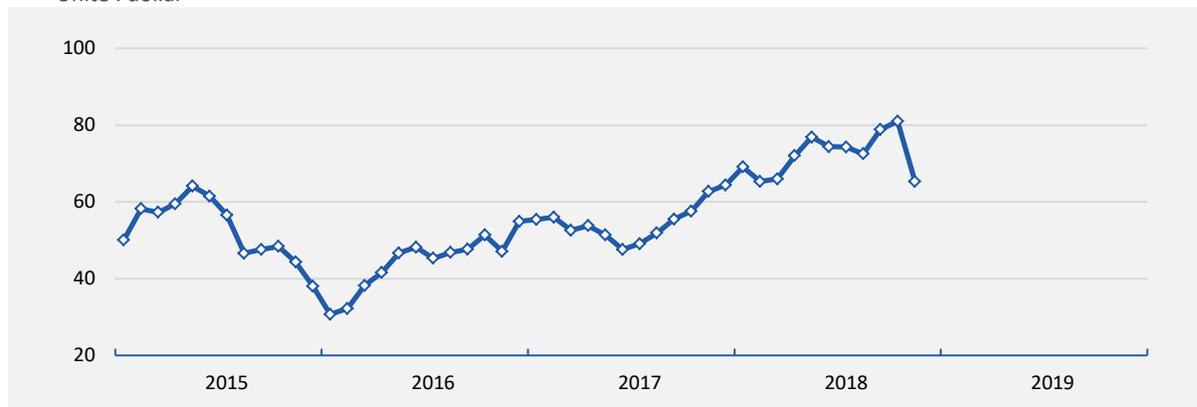
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

L'impact inflationniste du pétrole s'évaporerait en 2019

Depuis la fin de 2016, les pays de l'OPEP, guidés par l'Arabie saoudite, se sont accordés avec 10 autres pays producteurs (dont la Russie) pour réduire leur production. Ces accords ont contribué, avec l'aide de la chute de la production vénézuélienne et d'une demande mondiale dynamique, à rééquilibrer en 2017 le marché mondial, qui était dans une situation structurelle d'excès d'offre en 2015-2016. Cependant, un excès d'offre est réapparu sur le marché mondial cette année, atteignant près d'un million de barils/jour au 3e trimestre. D'une part, la production américaine a augmenté de plus de 30% depuis son point bas de l'été 2016. D'autre part, la Russie et l'Arabie saoudite ont assoupli leurs quotas de production au second semestre 2018 afin de compenser la baisse des exportations de l'Iran et du Venezuela. Enfin, la réelle baisse des exportations iraniennes sera inférieure à celle que les marchés avaient escomptée, compte tenu des dérogations accordées par Trump à plusieurs pays importateurs de pétrole iranien. Ainsi, après avoir atteint un pic à plus de 80\$ le baril en octobre, le cours du Brent a chuté de 20% en novembre. Dans ce nouveau contexte, les pays de l'OPEP et la Russie, réunis à Vienne début décembre, sont difficilement parvenus à un nouvel accord de restriction de leur offre (avec une coupe concertée de 1,2 million de barils/jour), dans le but de soutenir les cours. Cela devrait entraîner une graduelle remontée du prix du baril de Brent au-delà des 70 dollars d'ici l'été 2019. En termes de moyennes annuelles, notre scénario implique une croissance de 30% du cours du Brent en 2018, suivi d'une stagnation en 2019. Ainsi, après un effet fortement inflationniste en 2018, l'impact du pétrole sur l'inflation (et sur le déficit commercial) devrait être neutre en 2019.

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

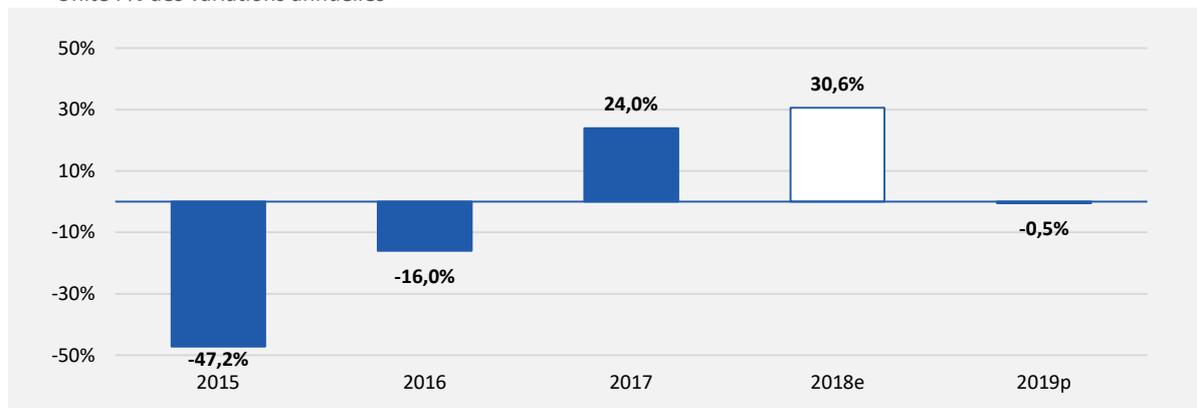
Unité : dollar



Source : Insee, dernière donnée disponible 11/2018

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

Unité : % des variations annuelles



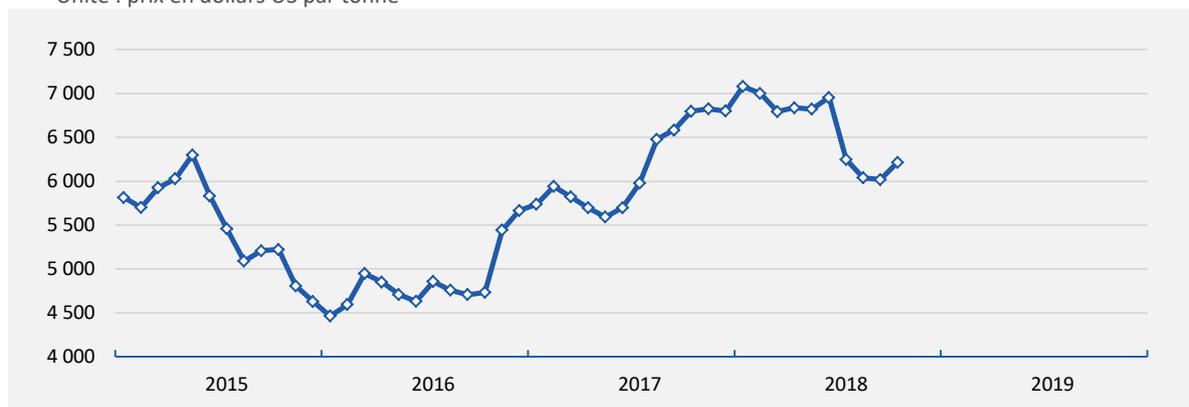
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

Vers des hausses très modérées en 2019

L'indice synthétique GSCI des cours des métaux a baissé de 16% entre février et novembre de cette année, après une progression d'environ 60% entre janvier 2016 et janvier 2018. L'érosion des capacités de production mondiales au milieu des années 2010, elle-même conséquence de la chute des cours de 2013-2015, a propulsé les prix à la hausse en 2016-2017, mais cette phase semble désormais révolue. Les cours des principaux métaux industriels ont affiché plusieurs mois de forte baisse cette année, bien que cela n'apparaisse pas de leur croissance annuelle, qui reste en général positive car tributaire des fortes hausses de 2017 / début 2018. La modération actuelle des cours a différentes explications : d'une part les tensions commerciales après l'introduction des tarifs sur les importations américaines d'aluminium et d'acier et les craintes d'un ralentissement de la croissance mondiale ; d'autre part le progressif rééquilibrage des marchés en raison d'une reprise des investissements des groupes miniers. C'est le cas notamment du marché mondial du cuivre, qui devrait afficher en 2018 une réduction de son déficit d'offre, du fait d'un fort rebond de l'extraction minière et d'une accélération de la production de métal raffiné.

■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

■ Les cours des principaux métaux

Unité : dollars / tonne

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
Acier	492,9	619,3	763,5	795,0
Cuivre	4 862,8	6 162,4	6 543,3	6 656,1
Fer	58,4	71,8	70,4	76,7
Zinc	2 092,3	2 892,4	2 923,6	2 788,9
Nickel	9 591,0	10 399,2	13 267,0	13 395,2
Aluminium	1 603,4	1 967,3	2 109,3	2 191,2

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

■ Les cours des principaux métaux

Unité : % des variations annuelles

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
Acier	7,1%	25,6%	23,3%	4,1%
Cuivre	-11,6%	26,7%	6,2%	1,7%
Fer	4,6%	22,8%	-1,9%	8,9%
Zinc	8,1%	38,2%	1,1%	-4,6%
Nickel	-18,9%	8,4%	27,6%	1,0%
Aluminium	-3,6%	22,7%	7,2%	3,9%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

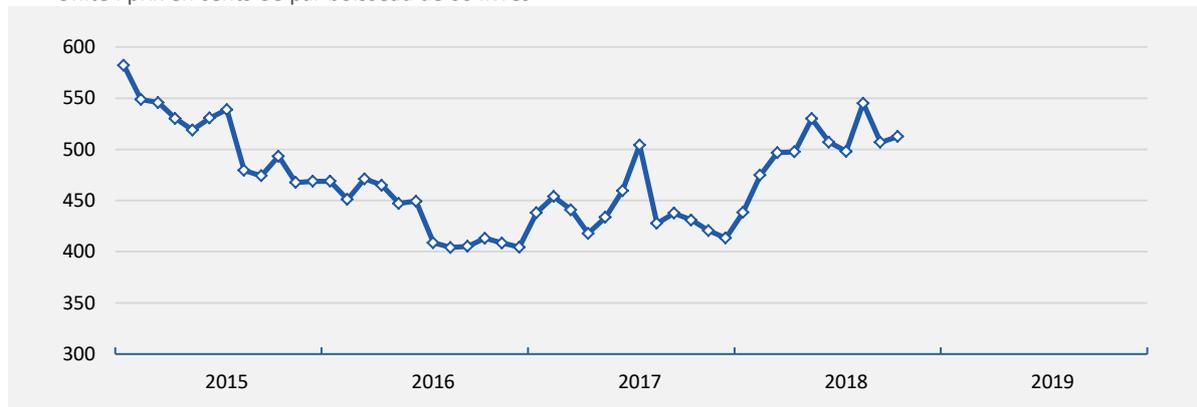
Hausse quasi généralisée des cours agricoles en 2018-2019

L'indice synthétique GSCI des matières premières agricoles a fortement progressé entre janvier et mai 2018 (+11%), tiré par les cours des céréales, mais cette hausse a été totalement effacée au cours de l'été et de l'automne suivants. Les sécheresses en Argentine et à la vague de froid qui a frappé l'Europe en février ont tiré les cours vers le haut avant que les récoltes de la campagne 2017/2018 se révèlent, une fois de plus, meilleures que prévues.

Au-delà des aléas climatiques qui sont à l'origine de la traditionnelle volatilité des cours agricoles, la tendance de fond reste à la modération. L'indice GSCI agricole évolue actuellement à un niveau qui est de 47% inférieur à son point haut de février 2011 et la chute a été généralisée. La chute du cours du pétrole entre 2014 et 2016 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. Logiquement, le renchérissement du pétrole par rapport au point bas de janvier 2017 a contribué à tirer les cours agricoles à la hausse ces derniers trimestres. Ainsi sur l'ensemble de l'année 2018 et en 2019, nous prévoyons des hausses modérées pour la plupart des matières premières agricoles. Seuls le sucre, le soja et le café devraient faire exception à cette revalorisation quasi-générale, en affichant des cours en baisse en 2018.

■ Le cours du blé (Chicago)

Unité : prix en cents US par boisseau de 60 livres



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

■ Les cours des principales matières premières agricoles

Unité : % des variations annuelles

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
Blé	-15,9%	1,6%	15,4%	7,4%
Maïs	-4,9%	0,3%	2,4%	6,7%
Soja	3,9%	-2,5%	-5,9%	-0,4%
Sucre	38,4%	-13,2%	-22,6%	4,8%
Cacao	-7,7%	-29,7%	14,2%	0,4%
Café	2,5%	-2,2%	-14,3%	9,5%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

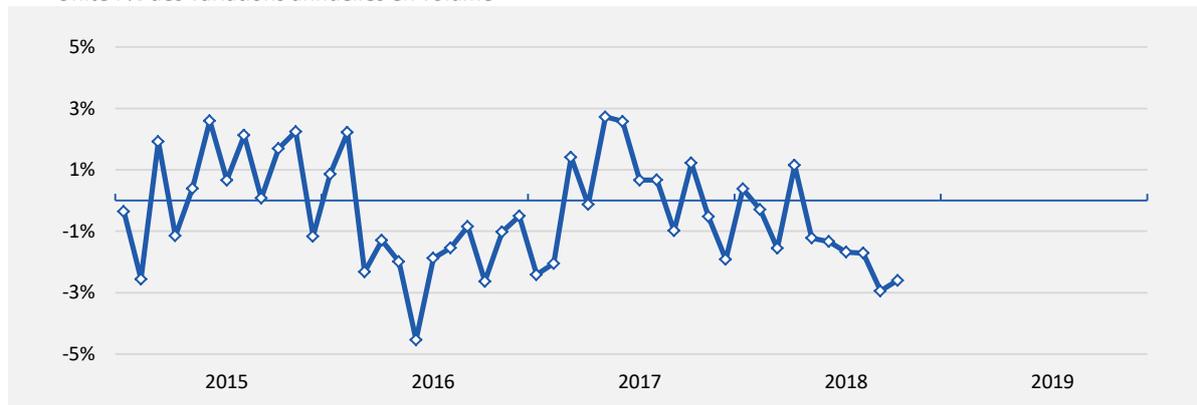
Vers un rebond de l'activité en volume en 2019

La production des industries alimentaires (y compris boissons) a reculé de 1,1% en 2018. La baisse d'activité dans certains secteurs clés (produits laitiers notamment, mais aussi BVP industrielle) a empêché un rebond de l'activité en volume. En outre, la concurrence des produits d'importation se fait de plus en plus vive ce qui, avec un marché domestique morose en volume, a pénalisé les fabricants français. Pour autant, la stratégie de montée en gamme commence à porter ses fruits sur l'activité en valeur (chiffre d'affaires attendu en hausse de 1,4%), et les fabricants ont pu compter sur une demande relativement bien orientée à l'international. Enfin, signe que l'activité n'est pas si moribonde, l'emploi dans le secteur progresse de 0,8% par an depuis 2014, tandis que le tissu industriel se densifie tiré par le dynamisme des TPE-PME.

Avec des fondamentaux économiques bien orientés (accélération du pouvoir d'achat et de la consommation des ménages, hausse de l'emploi, etc.) et une demande qui restera dynamique à l'étranger, la production des industries alimentaires progressera de 0,5% sur le prochain exercice. Néanmoins, la concurrence européenne (allemande, espagnole et italienne notamment) se fera de plus en plus intense sur le marché domestique et international. Du côté des boissons, l'activité sera également bien orientée, notamment dans les vins et spiritueux (extension à venir des surfaces exploitées, montée en puissance des investissements capacitaires), mais aussi sur certaines filières de niche qui montent en puissance.

■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)

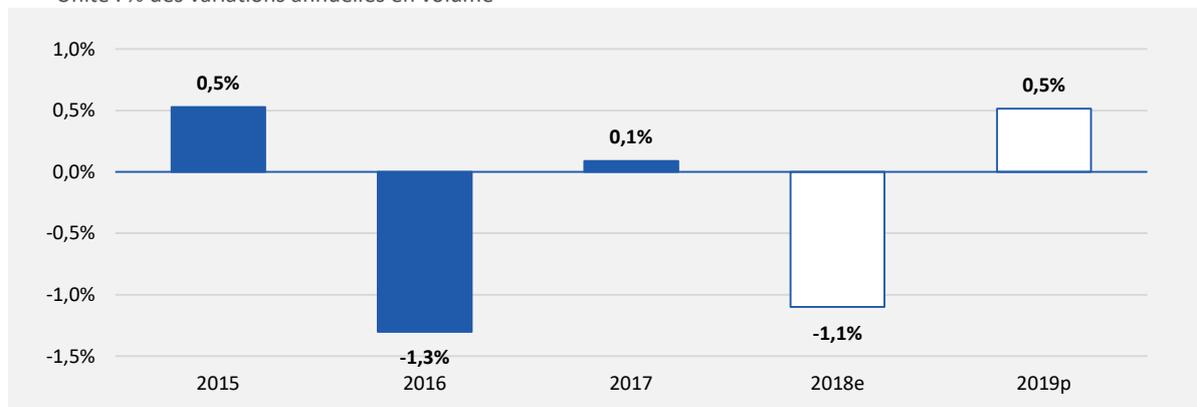
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

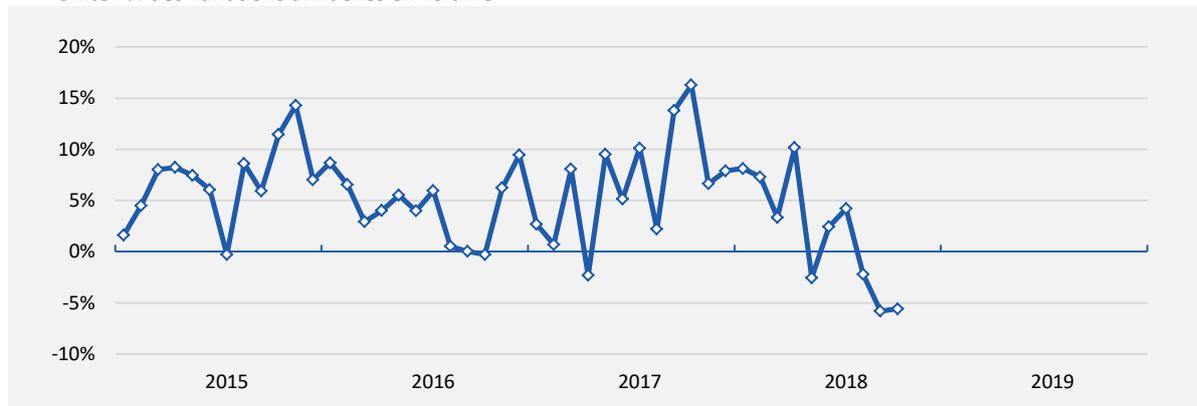
La demande en équipements automobile plombe la croissance 2018, mais tirera celle de 2019

La production d'automobiles en France a continué d'augmenter à un rythme soutenu en 2018 (+5% après +7,4% en 2017). Le marché national est en effet resté porteur (+4,7% sur 11 mois pour les voitures particulières, +4,8% pour les utilitaires), tandis que le marché européen résiste (+1,5% sur 10 mois) malgré la chute du Royaume-Uni (-7%). Par ailleurs, les bonnes performances commerciales de Peugeot, qui gagne des parts de marché, sont largement portées par des modèles *made in France*, comme le 3008, ce qui permet de plus que compenser les difficultés de Renault sur certains modèles produits dans le pays. En revanche, si la conjoncture est porteuse du côté de l'assemblage de véhicules, elle s'est fortement dégradée pour les équipementiers. Déjà morose au 1^{er} semestre, l'activité de ces derniers a décroché depuis cet été. Elle a certainement été affectée par les difficultés des constructeurs allemands. La construction automobile outre-Rhin a en effet reculé de 12% au 3^e trimestre, dans le contexte du passage à la norme WLTP.

La croissance de la production d'automobiles marquera quelque peu le pas en 2019, avec notamment l'affectation de davantage de Clio en Turquie et la délocalisation de la 208 en Slovaquie. Les marchés automobiles devant rester bien orientés, mais sensiblement moins qu'en 2018 (+2,5% contre +5%). En revanche, la situation devrait s'améliorer pour les équipementiers automobiles. Nous prévoyons une hausse de l'activité d'un peu plus de 2% contre un recul de plus de 3% en 2018. La demande à l'export, en particulier en Allemagne, devrait en effet regagner un peu de vigueur. Au final, cela se traduira par une accélération de la croissance de l'industrie automobile française en 2019 (+2,6%).

■ La production de l'industrie automobile

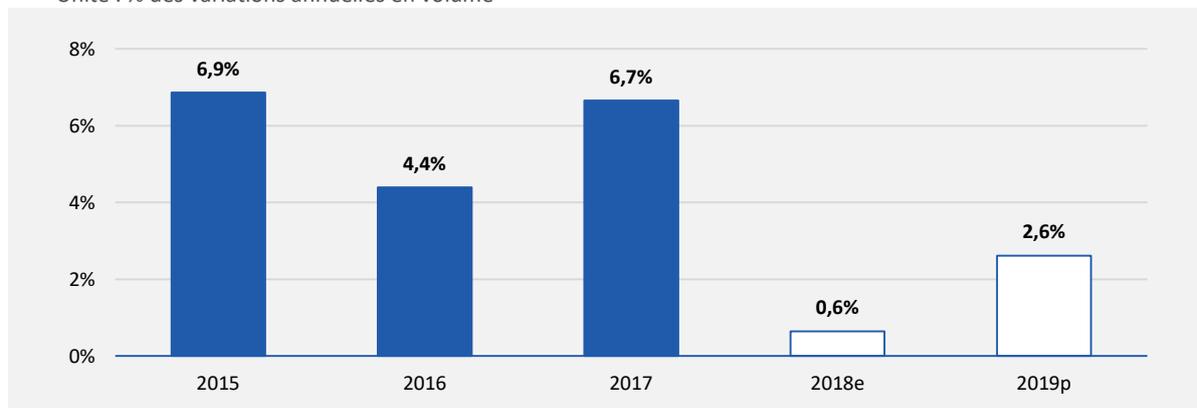
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

■ La production de l'industrie automobile

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

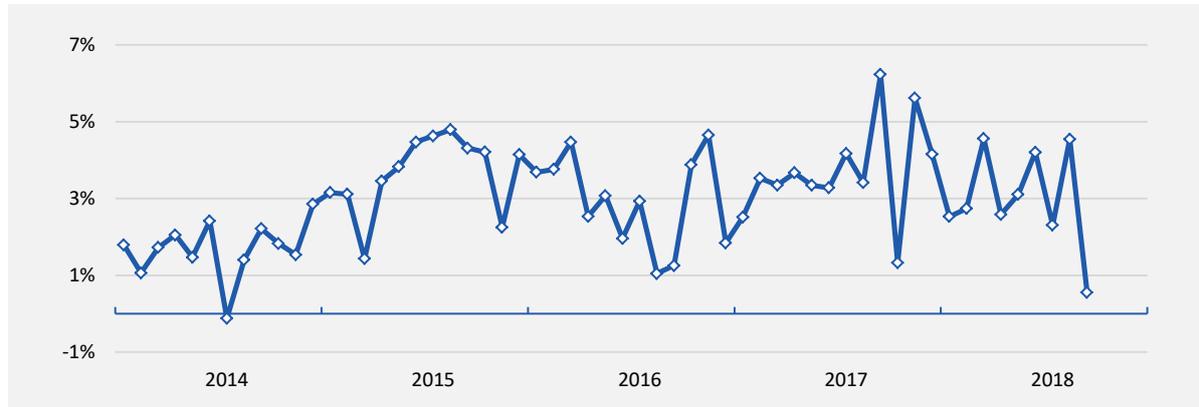
La baisse du moral des ménages pénalisera l'activité du commerce de détail en 2019

Malgré un début et une fin d'année difficile, la croissance du chiffre d'affaires du commerce de détail est finalement restée relativement dynamique cette année. Et pour cause, les marchés immobiliers sont restés au plus haut et ont soutenu la consommation d'équipements de la maison. De même, l'effet « Coupe du monde de football » a dopé les ventes d'électronique grand public, téléviseurs en tête. Toutefois, le retour de l'inflation, en particulier sur l'énergie, a pesé sur le moral des ménages. Ce dernier n'a cessé de se dégrader et a atteint en novembre son plus bas niveau depuis 2016. Par ailleurs, les perturbations engendrées par les gilets jaunes ont clairement affecté l'activité en fin d'année. Les conséquences resteront toutefois modérées si les choses ne se dégradent pas davantage, ce qui est notre scénario ici.

Outre le maintien d'une inflation soutenue, la hausse des taxes sur les carburants et les retombées psychologiques du prélèvement à la source en début d'année devraient encore peser sur le moral des ménages. Un contexte qui incitera les Français à épargner une partie de leurs gains de pouvoir d'achat. En effet, ce dernier connaîtra une plus nette progression en raison de la poursuite des créations d'emplois et de l'entrée en vigueur de mesures fiscales favorables (suppression partielle de la taxe d'habitation, baisse des cotisations). Au final, le trou d'air en début d'année pèsera sur l'activité du commerce de détail qui marquera le pas en 2019. Toutefois, la bonne tenue des transactions immobilières soutiendra encore les achats de biens d'équipement et d'aménagement de l'habitat. Enfin, la progression de la fréquentation touristique contribuera à doper le trafic en magasins.

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

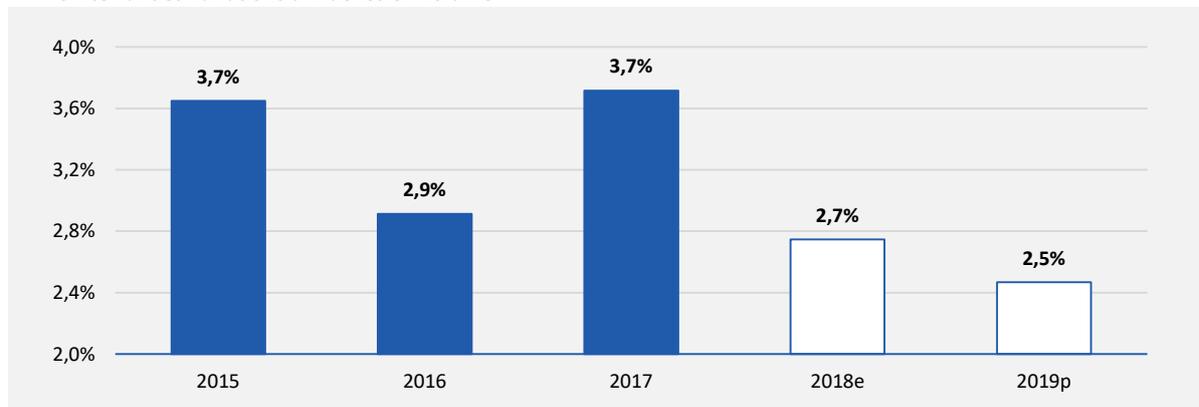
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

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

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

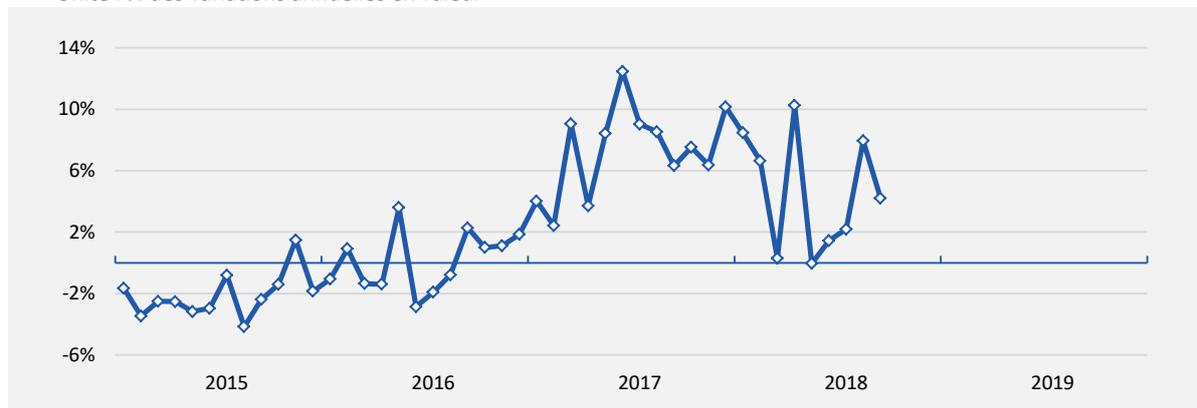
Une faible dynamique dans la construction en 2019

L'activité dans le BTP s'est encore inscrite en hausse en 2018 (+3,8% en valeur), mais un net ralentissement a eu lieu en raison de l'essoufflement du segment du bâtiment. Les mises en chantier de logements ont en effet diminué en raison de la réduction des aides à l'accession (rabat sur le PTZ+ dans les zones à faible tension immobilière) qui a affecté en particulier la construction de maisons individuelles. L'activité des bailleurs sociaux (1/3 des mises en chantier) a aussi connu un coup de frein tandis que la dynamique dans le non résidentiel s'est brutalement dégradée en fin d'année après un bon premier semestre. Au final, la croissance a essentiellement été portée par les travaux d'entretien rénovation, suite aux ventes soutenues de logements anciens et des initiatives des propriétaires de biens tertiaires, ainsi que par les travaux publics.

La croissance du chiffre d'affaires dans la construction ralentira nettement en 2019. Nous anticipons en effet de nouvelles difficultés dans le logement neuf en raison de conditions de financement moins favorables, avec la remontée progressive des taux des crédits habitat et la réduction des aides publiques. La tendance dans le tertiaire neuf sera moins favorable que prévu, en raison d'un creux de cycle dans les segments des bureaux et entrepôts logistiques. Les travaux publics seront en revanche bien orientés. La réalisation des lignes de métro et gares du Grand Paris Express, ainsi que les plans de relance autoroutier et France très haut débit sont autant de grands projets porteurs d'activité pour les entreprises routières, de terrassement, tunneliers, etc., dans un contexte électoral favorable avant la tenue des élections municipales en 2020.

■ Le chiffre d'affaires de la construction

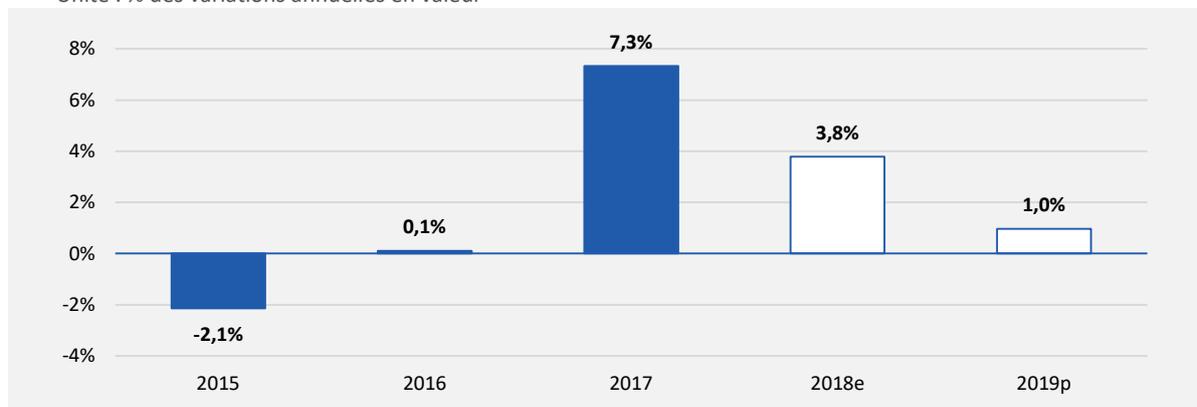
Unité : % des variations annuelles en valeur



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

■ Le chiffre d'affaires de la construction

Unité : % des variations annuelles en valeur



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

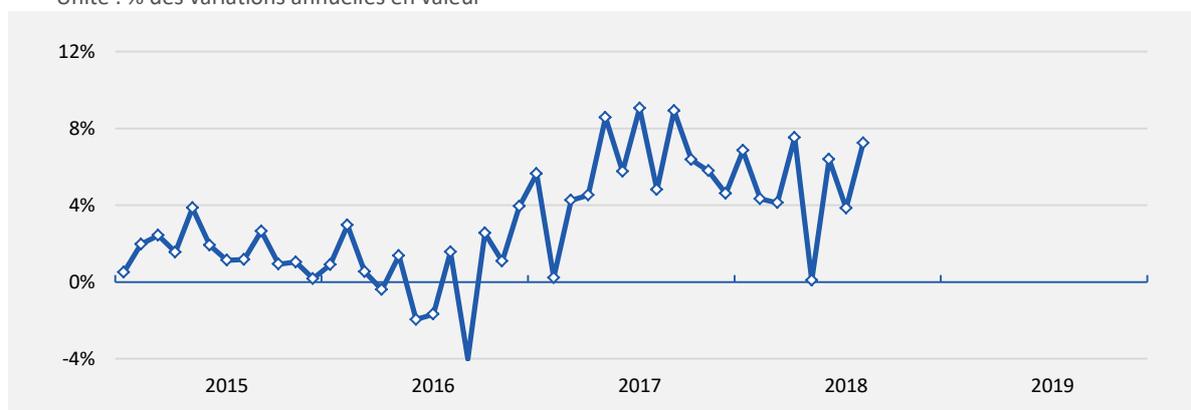
Encore de la croissance, mais un léger ralentissement

La croissance du chiffre d'affaires du transport et de l'entreposage est restée forte en 2018 (+4,8%). Cette progression a découlé principalement de la hausse des cours du pétrole (+35% en moyenne annuelle), qui a été répercutée par les transporteurs aux chargeurs à travers des mécanismes d'ajustement tarifaire. L'activité en volume a décéléré dans le fret, en raison du ralentissement de la croissance économique. La demande a été moins porteuse pour les principaux marchés clients (industrie et BTP, en particulier) et des problèmes de capacité ont persisté. Dans le transport de voyageurs, l'année a été marquée par les mouvements de grève à Air France et à la SNCF. Néanmoins, le nouveau record d'arrivées de touristes étrangers et le développement de l'offre ont soutenu la fréquentation des différents modes de transport. Les perturbations engendrées par les gilets jaunes et les appels à la grève en fin d'année ont mis un coup d'arrêt à la dynamique de croissance, mais l'impact restera modéré si la situation ne se dégrade pas davantage.

Le chiffre d'affaires du transport et de l'entreposage progressera encore en 2019 (+3,3%). L'effet pétrole sera plus modéré, mais toujours présent avec une nouvelle hausse des cours du brut attendue autour de 12% en moyenne annuelle selon nos prévisions. Des revalorisations tarifaires, liées à l'inflation, aux investissements et au manque de capacités, sont également prévisibles. Toutefois, la croissance économique restera bloquée autour de 1,5% et empêchera toute accélération franche sur le segment du fret. Ainsi, le trafic de marchandises stagnera avec une activité au ralenti des principaux marchés clients, notamment l'industrie et le BTP. Par contre, la dynamique sera positive dans le transport de passagers. La fréquentation continuera de croître, portée par un effet d'offre et une bonne saison touristique.

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

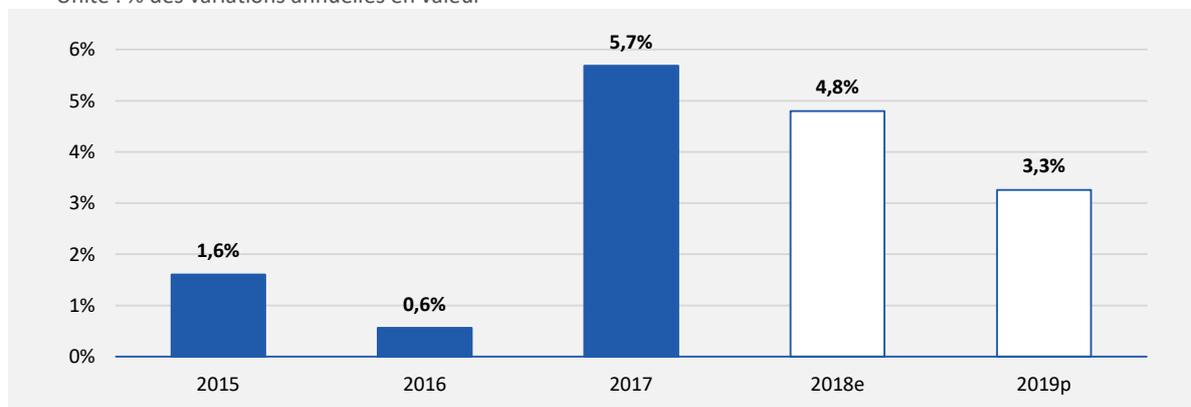
Unité : % des variations annuelles en valeur



Source : Insee, dernière donnée disponible 08/2018

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

Unité : % des variations annuelles en valeur



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

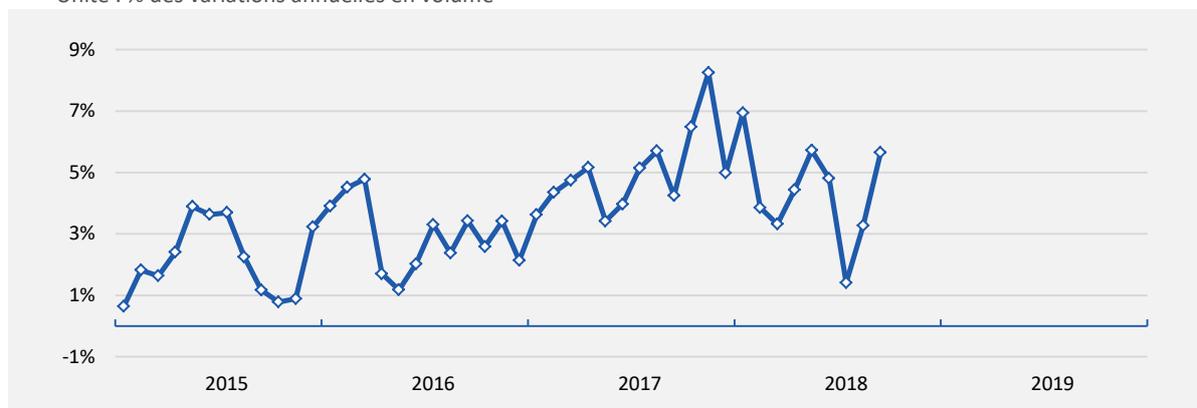
Encore de belles perspectives en 2019

Après une année 2017 exceptionnelle, l'embellie s'est poursuivie en 2018 pour les professionnels de l'hébergement et de la restauration (+3,1%). Les exploitants ont tiré parti de la bonne conjoncture économique qui a encouragé de nombreux Français à voyager et à se rendre au restaurant. Première destination touristique mondiale, le nouveau record du nombre d'arrivées de touristes étrangers sur le territoire (plus de 90 millions en 2018) a également soutenu l'activité des professionnels. La baisse des réservations en juillet suite au déroulement de la Coupe du monde de football (qui a limité les sorties au restaurant et retardé les départs en vacances) et l'épisode de canicule seront toutefois venus plomber la demande durant l'été. Le mouvement des gilets jaunes, en particuliers les manifestations à Paris, a aussi eu un impact non négligeable sur l'activité en fin d'année. Un apaisement des violences permettrait cependant de limiter les effets sur la croissance annuelle.

Avec une accélération du pouvoir d'achat (+1,2% en 2019 contre +0,8% en 2018) et, en ligne de mire, de la consommation, la croissance restera au rendez-vous dans l'hébergement et la restauration en 2019. Le chiffre d'affaires des exploitants continuera ainsi de progresser à un rythme proche de 3% au cours de l'exercice à venir. La hausse de la fréquentation des hébergements touristiques sera toutefois plus modérée dans la mesure où les arrivées de touristes étrangers ralentiront. De plus, l'amélioration du pouvoir d'achat des Français, et notamment celui des classes moyennes et des CSP+, stimulera un peu plus les départs à l'étranger des vacanciers qui ont pendant longtemps privilégié les séjours en France pour maîtriser leur budget vacances.

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

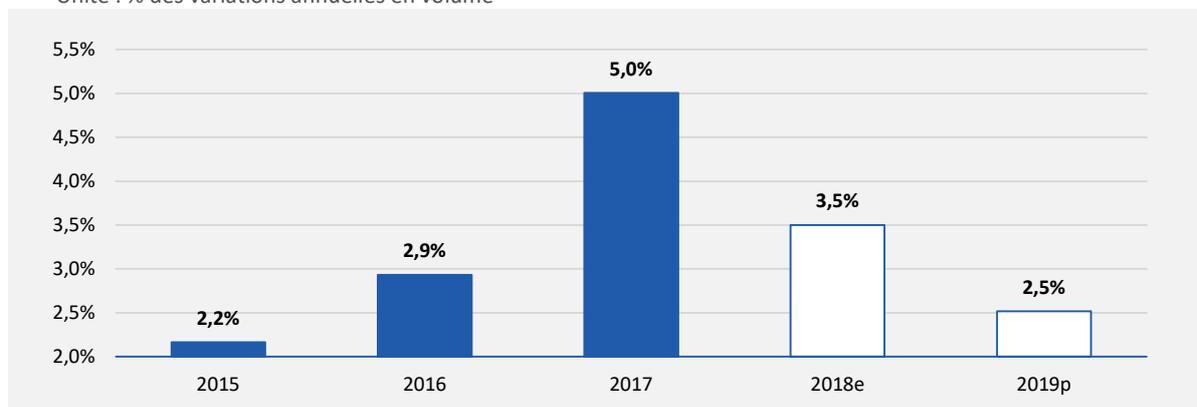
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

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

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Insee

MONDE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2018



3.1. LA ZONE EURO	40
L'Allemagne	40
L'Italie	41
L'Espagne	42
3.2. LE RESTE DU MONDE	43
Le Royaume-Uni	43
Les États-Unis	44
Le Japon	45
Le Brésil	46
La Chine	47

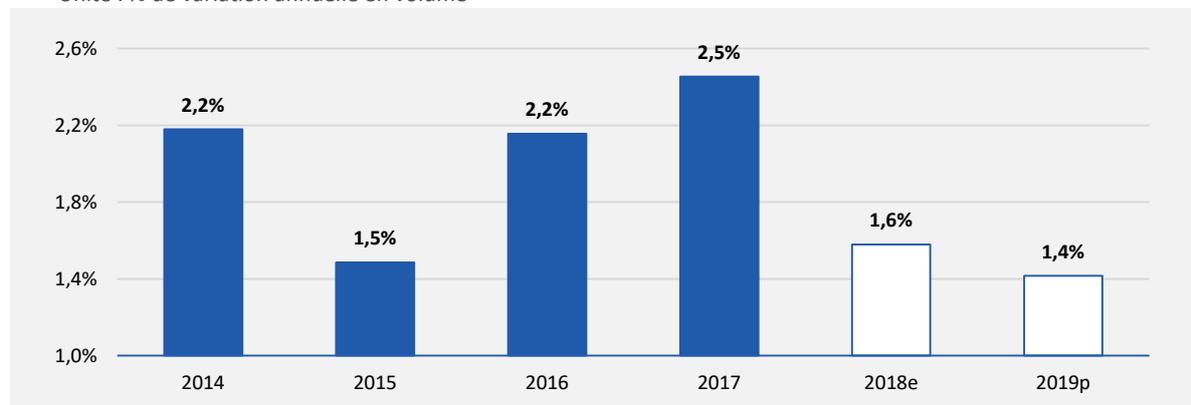
Baisse ponctuelle du PIB en T3, mais ralentissement durable de la croissance

À l'image de la zone euro dans son ensemble, l'économie allemande a vu sa croissance ralentir cette année. Sa performance au 3^e trimestre se situe même bien en dessous de la moyenne européenne, avec un PIB en baisse de 0,2% ce qui a lourdement pesé sur la croissance de l'ensemble de l'union monétaire. Le recul du PIB entre juillet et septembre (le premier depuis trois ans) est néanmoins largement imputable aux déboires temporaires du secteur automobile, désorganisé par les nouvelles normes antipollution WLTP, dont l'entrée en vigueur en septembre a fortement affecté les ventes sur le marché domestique comme à l'exportation.

Par conséquent, un rebond mécanique des exportations, de la consommation des ménages devrait avoir lieu au 4^e trimestre, se traduisant par un redressement immédiat du PIB. En termes de moyennes annuelles, la croissance sera encore au rendez-vous en 2018 et en 2019, même si son rythme devrait ralentir à 1,6% cette année, puis à 1,4% l'année prochaine, à l'image d'un indice PMI (enquête auprès des directeurs d'achat) en baisse dans le secteur manufacturier depuis janvier et qui a touché en novembre un nouveau point bas depuis deux ans et demi. Toutes les composantes de la demande ont nettement ralenti par rapport à l'année dernière, des exportations à la consommation des ménages, en passant par les investissements. Cependant, avec un taux de chômage à environ 3,5% de la population active, le dynamisme de la demande adressée aux entreprises s'est traduit par une accélération (modérée) des rémunérations qui a permis au pouvoir d'achat et à la consommation de résister à la hausse de l'inflation.

■ Le PIB de l'Allemagne

Unité : % de variation annuelle en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

■ Le scénario macro-économique pour l'Allemagne

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	2,2%	2,5%	1,6%	1,4%
Consommation	1,9%	2,0%	1,1%	1,3%
Conso. publique	4,0%	1,6%	0,9%	1,3%
Investissement	3,4%	3,6%	3,1%	2,7%
Construction	3,5%	3,8%	3,3%	2,6%
Équipement	2,1%	4,6%	4,5%	2,9%
Importations	4,0%	5,3%	3,4%	3,4%
Exportations	2,1%	5,3%	2,3%	2,6%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

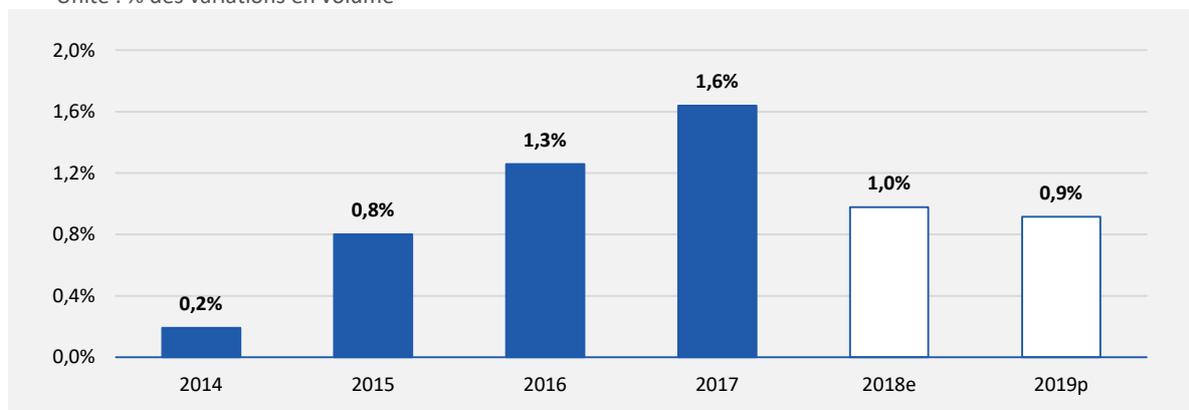
L'Italie n'est pas à l'abri d'une entrée en récession fin 2018

La légère baisse (-0,1%) du PIB du 3^e trimestre a mis fin à la plus longue phase d'expansion de l'économie italienne depuis près de 30 ans : 14 trimestres consécutifs de croissance (de T1 2015 à T2 2018). À la différence du cas allemand, rien ne garantit que ce trimestre de croissance négative n'inaugure pas une récession (au moins deux trimestres consécutifs de baisse du PIB). Avec une consommation des ménages qui stagne depuis six mois et des investissements qui se sont retournés à la baisse, le seul moteur allumé est celui des exportations, qui seront tôt ou tard affectées par le ralentissement de la demande mondiale.

Dans notre scénario, la croissance annuelle devrait atteindre tout juste 1% en 2018 et ralentir davantage en 2019. La forte hausse du prix du pétrole aura pesé sur le pouvoir d'achat et sur la consommation des ménages cette année, tandis que les investissements des entreprises souffrent des incertitudes qui se sont renforcées après la formation, début juin, d'un gouvernement de coalition entre les deux partis eurosceptiques et populistes (Ligue et le Mouvement 5 étoiles). Leur « contrat » de gouvernement a débouché sur une loi de finances prévoyant, pour 2019, l'introduction d'une flat tax pour les travailleurs indépendants et d'un revenu dit de « citoyenneté » de 780 euros par mois pour environ 9 millions de personnes, ainsi qu'un abaissement de l'âge de départ à la retraite. Ces mesures coûteuses nécessiteront un élargissement du déficit public à 2,4% du PIB, bien au-delà de l'objectif concordé avec la Commission européenne. Cette dernière a d'ailleurs rejeté le projet de budget italien, ce qui pourrait pousser l'Italie vers une procédure de déficit excessif. Les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette italienne se sont traduites par une forte remontée des taux d'intérêt sur les bons du trésor italiens. Fin octobre, le « spread » (écart de taux) avec la dette publique allemande à 10 ans s'est hissé à 327 points de base, un record depuis 2012.

■ Le PIB de l'Italie

Unité : % des variations en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Istat via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour l'Italie

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	1,3%	1,6%	1,0%	0,9%
Consommation	1,3%	1,5%	0,7%	1,0%
Conso. publique	0,3%	-0,1%	0,2%	1,3%
Investissement	3,7%	4,4%	4,0%	1,8%
Construction	1,3%	1,9%	2,2%	2,2%
Équipement	5,8%	6,6%	5,4%	1,5%
Importations	3,9%	5,6%	2,0%	4,1%
Exportations	2,3%	6,3%	0,9%	2,9%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : Istat via Feri

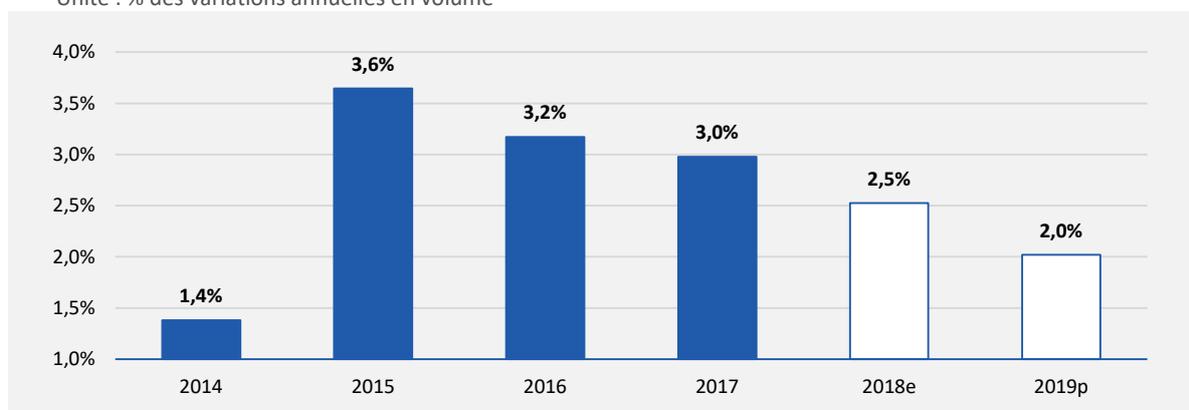
La locomotive de la zone euro tient bon, mais ralentira en 2019

Avec une progression du PIB de 0,6% au 3^e trimestre (la même qu'au cours des deux trimestres précédents), l'Espagne demeure la grande économie la plus dynamique de la zone euro. Depuis le début de 2018 la croissance a mieux résisté en Espagne que dans le reste de la zone euro, grâce notamment à une accélération des investissements des entreprises et des ménages. Cependant, un ralentissement progressif de la croissance est bien attendu en 2019, en raison principalement d'un épuisement mécanique de la reprise de l'économie après la profonde crise de 2009-2013 (qui a provoqué une chute cumulée du PIB de 9% sur 5 ans et un taux de chômage à plus de 26%). La consommation des ménages a déjà nettement ralenti en 2017, en raison de moindres gains de pouvoir d'achat par rapport à 2015 et 2016. Ces années se sont en effet caractérisées à la fois par un recul très rapide du chômage et par une hausse des salaires nominaux, dans un contexte d'inflation négative, tandis qu'aujourd'hui la baisse du chômage a nettement ralenti et l'inflation oscille autour de 2% sur un an.

Du côté politique, il est toujours difficile d'anticiper les issues possibles du processus d'indépendance de la Catalogne, commencé avec le référendum « illégal » du 1^{er} octobre 2017. La situation s'est même compliquée davantage après le renversement du gouvernement du conservateur Rajoy – farouchement opposé à l'indépendance de la Catalogne – et la formation d'un gouvernement socialiste avec l'appui des indépendantistes. Les principaux effets négatifs à attendre d'une éventuelle séparation de la Catalogne sont une fuite importante de capitaux et d'entreprises de la région (ou du futur État).

■ Le PIB de l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : INE via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	3,2%	3,0%	2,5%	2,0%
Consommation	2,9%	2,5%	2,3%	1,8%
Conso. publique	1,0%	1,9%	1,8%	1,1%
Investissement	2,9%	4,8%	6,0%	3,2%
Construction	1,1%	4,6%	6,2%	3,2%
Equipement	5,2%	6,0%	7,4%	3,7%
Importations	2,9%	5,6%	4,5%	2,7%
Exportations	5,2%	5,2%	2,9%	2,9%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : INE via Feri

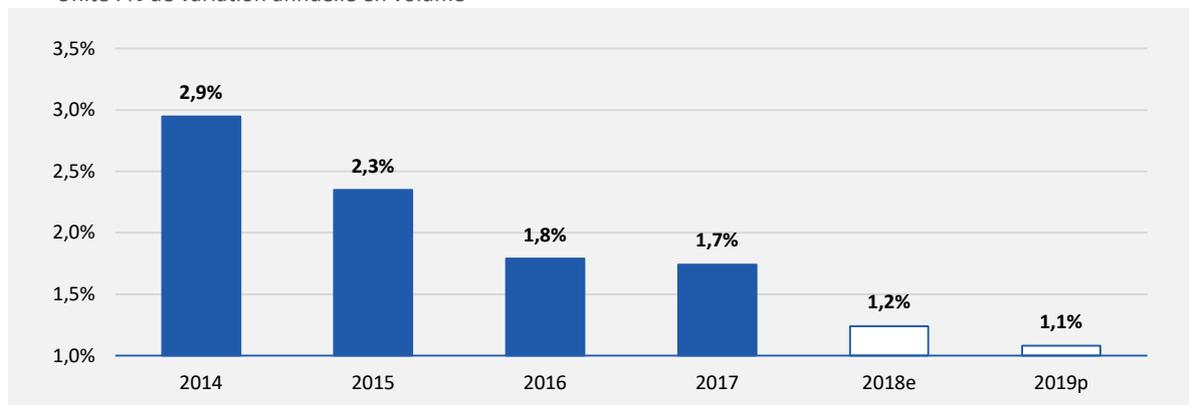
L'incertitude entourant le Brexit continuera de peser sur la croissance

Malgré un mouvement de déstockage qui a ôté 0,8 point à la croissance, le PIB britannique a affiché une hausse de 0,6% au 3^e trimestre (la plus forte depuis T4 2016), tiré par les exportations et la consommation des ménages. En revanche, les investissements des entreprises pâtissent toujours de l'incertitude qui entoure le processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, à l'approche de la date butoir du 29 mars 2019. À cette date, le Royaume-Uni ne sera plus un pays membre de l'UE, avec ou sans un « accord de retrait » ratifié entre les deux parties.

Le projet de « soft Brexit » que Theresa May a négocié avec l'Union européenne a certes obtenu, mi-novembre, l'accord du gouvernement (au prix des démissions de plusieurs ministres et secrétaires d'État !), mais il n'a pas encore été approuvé par le Parlement. Le statut particulier accordé à l'Irlande du Nord et la permanence de facto du Royaume-Uni dans l'Union douanière européenne (avec la conséquente impossibilité pour le pays de fixer ses propres tarifs commerciaux avec des pays tiers) seront difficilement acceptés par les partisans du « hard Brexit ». De son côté, la Banque d'Angleterre a estimé que, dans tous les cas, le Brexit aura un impact négatif sur l'économie britannique, mais que le scénario d'une sortie sans accord est à tout prix à éviter car il serait carrément catastrophique pour le pays. Dans ce contexte de forte incertitude, nous tablons sur un ralentissement durable du PIB, avec une croissance qui restera collée à la barre de 1% en 2019 (comme cette année), alors qu'elle avait approché ou dépassé 2% entre 2013 et 2017.

■ Le PIB du Royaume-Uni

Unité : % de variation annuelle en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : ONS via Feri

■ Le scénario macro-économique pour le Royaume-Uni

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	1,8%	1,7%	1,2%	1,1%
Consommation	3,1%	1,8%	1,4%	0,7%
Conso. publique	0,8%	-0,1%	0,6%	1,2%
Investissement	2,3%	3,3%	0,0%	0,7%
Construction	8,2%	7,7%	1,8%	0,3%
Equipement	0,7%	2,0%	-0,8%	1,0%
Importations	3,3%	3,2%	0,3%	0,7%
Exportations	1,0%	5,7%	1,4%	2,1%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : ONS via Feri

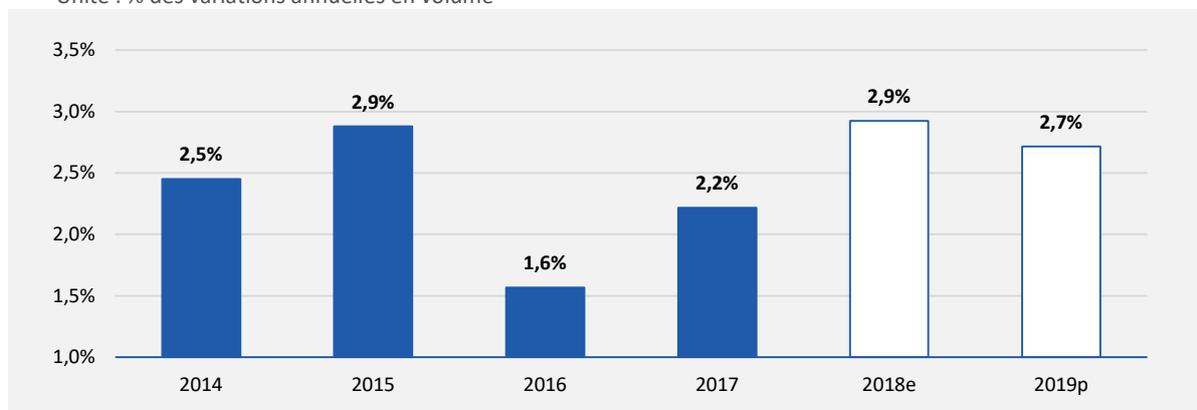
Les marges de manœuvre de Trump se resserrent après les élections « midterm »

La croissance aux États-Unis est restée très soutenue au 3e trimestre, atteignant 3,5% en rythme annualisé après 4,2% en T2. Cela signifie que l'économie américaine a crû d'environ 1% par trimestre entre mars et septembre, soit à un rythme trois fois plus rapide que la zone euro. S'appuyant sur une contribution équilibrée de la consommation des ménages et des investissements (mais aussi sur un creusement du déficit public, qui approchera 5% du PIB cette année), le PIB américain devrait atteindre, d'après nos prévisions, une croissance proche de 3% en 2018, avant de ralentir légèrement en 2019. Nous ne voyons toujours pas de signaux de retournement de tendance de l'autre côté l'Atlantique, tandis que les risques de surchauffe sont contrôlés par la Réserve fédérale, qui reste fidèle à son engagement de normalisation de la politique monétaire *via* une hausse graduelle des taux directeurs. Nous tablons donc sur une prolongation du cycle d'expansion actuel au cours des prochains trimestres, bien qu'à un rythme un peu plus modéré.

Le très faible niveau du taux du chômage (à moins de 4%) indique que le marché du travail est pratiquement au plein-emploi, mais la population active a encore des marges de progression, notamment parmi les jeunes générations, évitant ainsi à l'économie américaine d'entrer dans une spirale inflationniste. La politique fiscale expansionniste de Donald Trump a favorisé l'activité des entreprises. Cependant, les marges de manœuvre du président en matière de politique budgétaire et fiscale devraient se restreindre à la suite des élections de mi-mandat de début novembre, qui ont fait basculer la majorité du côté du parti Démocrate à la chambre des représentants.

■ Le PIB des États-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : BEA via Feri

■ Le scénario macro-économique pour les États-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	1,6%	2,2%	2,9%	2,7%
Consommation	2,7%	2,5%	2,7%	2,8%
Conso. publique	1,4%	-0,1%	1,7%	2,3%
Investissement	1,7%	4,8%	5,4%	4,0%
Construction	6,5%	3,3%	0,3%	1,5%
Équipement	0,5%	5,3%	7,0%	4,6%
Importations	1,9%	4,6%	4,7%	4,8%
Exportations	-0,1%	3,0%	4,1%	2,3%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : BEA via Feri

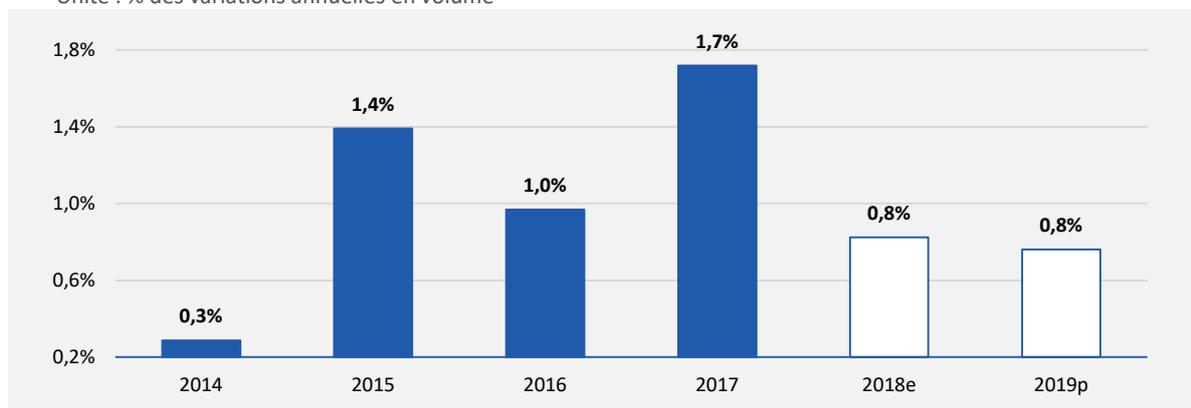
En net ralentissement par rapport à une année 2017 exceptionnelle

Comme au 1^{er} trimestre, l'économie japonaise a été lourdement affectée par le climat et les catastrophes naturelles au 3^e trimestre. Typhons, pluies diluviennes et un tremblement de terre de magnitude 6,6 qui a frappé début septembre l'île de Hokkaido se sont traduits par un recul de 0,3% du PIB entre juillet et septembre, faisant suite à une forte expansion (+0,8%) en T2. La consommation des ménages a baissé de 0,1%, tandis que les investissements et les exportations ont affiché des chutes plus conséquentes. Le repli du 3^e trimestre éloigne un peu plus l'économie japonaise de la performance exceptionnelle de l'année dernière. 2017 avait en effet été marquée par une croissance soutenue du PIB (+1,7%), bénéficiant de la politique budgétaire expansionniste du Premier ministre Shinzo Abe et de la poursuite du programme d'assouplissement quantitatif et de taux d'intérêt négatifs de la Banque du Japon, à contre-courant des banques centrales européenne et américaine, en voie de « normalisation » de leur politique monétaire.

Nous prévoyons un ralentissement de la croissance annuelle du PIB à 0,8% en 2018 et en 2019, un rythme deux fois plus faible qu'en 2017, mais aussi plus conforme aux caractéristiques démographiques du Japon, dont la population est en baisse et vieillissante. Dans ce contexte, une croissance même très modérée du PIB se traduit par des hausses de revenu par habitant et par un marché du travail proche du plein-emploi, avec, en outre, une mobilisation croissante des seniors et des femmes sur le marché du travail.

■ Le PIB du Japon

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : ESRI via Feri

■ Le scénario macro-économique pour le Japon

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	1,0%	1,7%	0,8%	0,8%
Consommation	0,1%	1,0%	0,3%	0,8%
Conso. publique	1,3%	0,4%	0,5%	0,5%
Investissement	1,1%	2,5%	1,7%	1,0%
Construction	1,3%	2,9%	0,7%	1,2%
Equipement	0,9%	2,2%	1,8%	1,0%
Importations	-1,6%	3,5%	2,6%	1,2%
Exportations	1,7%	6,8%	2,9%	1,5%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : ESRI via Feri

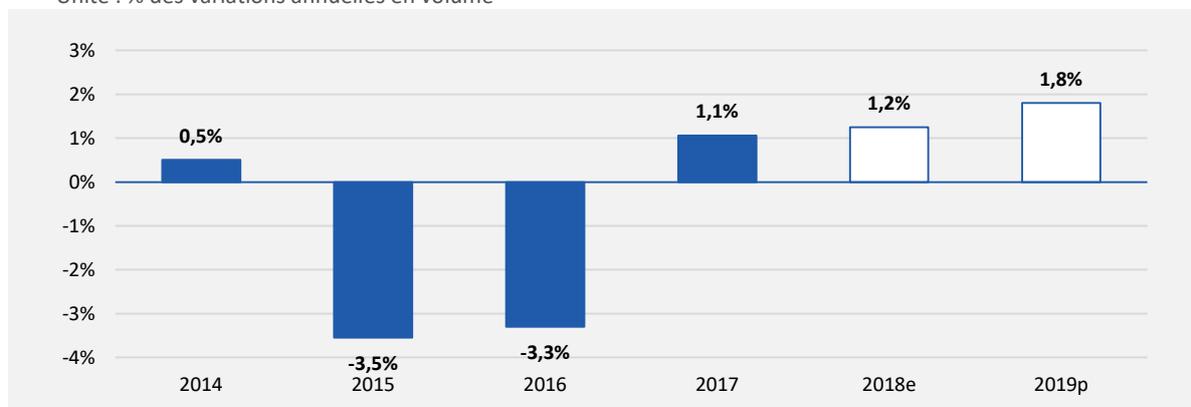
Reprise compliquée sur fond de bouleversement politique

L'économie brésilienne est sortie de la récession en 2017, avec une hausse du PIB de 1%, après 2 années consécutives de fortes baisses. Cependant la reprise a été hésitante en 2018, avec une très faible croissance entre janvier et juin suivie d'une accélération (+0,8%) en T3, tandis que l'inflation a réaccélééré jusqu'à atteindre 4,6% sur un an en octobre. La dépréciation du real, qui a perdu 22% de sa valeur en dollar entre février et septembre, renchérit les prix des marchandises importées, affectant *in fine* un pouvoir d'achat des ménages déjà laminé par la récession de 2015-2016. Le Brésil est ainsi à nouveau confronté au spectre de la stagflation, une situation économique inconfortable qui combine stagnation économique et forte inflation.

Les exportations ont été le principal moteur de la reprise depuis 2017, bénéficiant du dynamisme de la demande mondiale et de la hausse des cours du pétrole, mais l'effet de ces deux « stimulants » sur la croissance brésilienne s'affaiblira très nettement en 2019). La demande domestique, en revanche, a eu du mal à redémarrer, car la récession et la forte inflation de 2015-2016 ont terrassé la classe moyenne, faisant basculer une partie de la population sous le seuil de pauvreté, tandis que le niveau élevé des taux d'intérêt réels a découragé les investissements. D'ailleurs, les investisseurs nationaux et étrangers sont restés très prudents cette année, en attendant le résultat des élections présidentielles d'octobre 2018, qui se sont soldées par l'affirmation inattendue du candidat d'extrême droite Jair Bolsonaro. Le nouveau président, dont la bourse de Sao Paulo a salué la victoire, mettra en œuvre une politique fiscale favorable aux entreprises et devrait s'attaquer au nœud de la réforme des retraites, très attendue par les investisseurs étrangers. En revanche, sous son mandat les inégalités (déjà très fortes) vont très probablement se creuser encore plus.

■ Le PIB du Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : IBGE via Feri

■ Le scénario macroéconomique pour le Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
PIB	-3,3%	1,1%	1,2%	1,8%
Consommation	-3,9%	1,4%	1,7%	1,5%
Conso. publique	0,2%	-0,9%	0,1%	0,6%
Investissement	-12,1%	-2,5%	5,4%	7,7%
Exportations	0,9%	5,2%	4,4%	4,2%
Importations	-10,3%	5,0%	11,2%	9,3%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 07/12/2018) / Source : IBGE via Feri

D'importants risques se cachent derrière une croissance officielle toujours forte

Les chiffres officiels de l'institut de statistiques chinois ont dû reconnaître un ralentissement de la croissance au 3^e trimestre (à 6,5% sur an, soit la plus faible hausse depuis la crise mondiale de 2009). Nous soulignons ici trois facteurs de fragilité qui pourraient plonger la croissance chinoise bien en deçà des objectifs du gouvernement : le premier est un taux d'endettement croissant et très élevé. C'est un fait connu, les phases prolongées d'expansion débridée du crédit ont tendance à mal finir. Les inquiétudes suscitées par la Chine sont de ce point de vue largement justifiées, car l'encours des crédits accordés aux ménages et aux entreprises (privées et publiques) approche désormais 210% du PIB, contre 110% en 2009. Autrement dit, la Chine s'est beaucoup plus vite endettée qu'elle ne s'est enrichie, mais cela ne semble pas inquiéter les autorités économiques, qui au contraire encouragent les banques à accroître leurs prêts en abaissant progressivement le taux de réserves obligatoires. Du côté des entreprises, et plus particulièrement des entreprises publiques locales, la situation est devenue explosive, avec de milliers d'entreprises zombies maintenues à bout de bras pour empêcher des défaillances en chaîne. Le deuxième facteur de risque est celui d'une implosion du marché de l'immobilier et donc de la construction, l'un des moteurs de la croissance. Le troisième est la perte de compétitivité, sous l'effet d'une croissance plus rapide des salaires que de la productivité. Le plafonnement des parts des marchés à l'exportation témoigne d'un essoufflement de l'autre principal moteur de la croissance chinoise de ces 25 dernières années : les exportations.

■ 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 : 10/2018)

■ Investissements directs étrangers

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



Source : State Administration of Foreign Exchange (dernière donnée 2^e trimestre 2018)

■ Réserves de change en devises de la Chine

Unité : milliard de dollars



Source : Banque pop. Chine (dernière donnée 10/2018)

■ Taux de change Yuan / Dollar

Unité : yuans pour un dollar (échelle inversée)



Source : Feri (dernière donnée 11/2018)