

## Conjoncture et prévisions pour l'entreprise

n°241 – Novembre 2018

**Dossier spécial**  
Quels impacts de la  
transformation du CICE  
pour les entreprises ?

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](http://www.xerfi.com)

**e-mail**

[etudes@xerfi.fr](mailto:etudes@xerfi.fr)

**Adresse**

13-15 rue de Calais 75009 Paris

**Téléphone**

01 53 21 81 51

**Fax**

01 42 81 42 14

<b>1. L'ANALYSE DU MOIS</b>	<b>9</b>
<b>1.1. FOCUS SUR LA TRANSFORMATION DU CICE</b>	<b>10</b>
Les impacts de la « bascule » du CICE pour les entreprises	10
<b>1.2. LA SITUATION DES ENTREPRISES</b>	<b>15</b>
Le climat des affaires	15
L'industrie manufacturière	16
La construction	17
Les services	18
Le commerce	19
<b>1.3. L'ENVIRONNEMENT DES ENTREPRISES</b>	<b>20</b>
La demande des ménages	20
La conjoncture dans les pays avancés	21
La conjoncture dans les BRIC	22
Les cours des matières premières	23
Les taux de change	24
Le contexte financier	25
<b>2. FRANCE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2019</b>	<b>26</b>
<b>2.1. LES INDICATEURS CLÉS</b>	<b>27</b>
Le PIB	27
La consommation des ménages	28
Le pouvoir d'achat des ménages	29
Le taux de chômage	30
L'inflation	31
L'investissement des entreprises	32
Le commerce extérieur de la France	33
<b>2.2. LES INDICATEURS OPÉRATIONNELS</b>	<b>34</b>
Le cours euro / dollar	34
Le cours du pétrole	35
Les cours des métaux	36
Les cours des matières premières agricoles	37

<b>2.3. LES ÉCLAIRAGES SECTORIELS</b>	<b>38</b>
L'industrie manufacturière	38
Les industries alimentaires	39
L'industrie automobile	40
Le commerce de détail	41
L'activité du BTP	42
Les transports et l'entreposage	43
L'hébergement et la restauration	44
<b>3. MONDE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2019</b>	<b>45</b>
<b>3.1 LA ZONE EURO</b>	<b>46</b>
L'Allemagne	46
L'Italie	47
L'Espagne	48
<b>3.2 LE RESTE DU MONDE</b>	<b>49</b>
Le Royaume-Uni	49
Les Etats-Unis	50
Le Japon	51
La Chine	53

1

**ÉCONOMIE MONDIALE EN 2019 : LE RETOUR DES RISQUES**

Confrontation en cours entre le gouvernement italien et Bruxelles, escalades des tensions commerciales entre les États-Unis et le reste du monde, crise des pays émergents, nouvelle flambée du pétrole toujours possible, krach boursier... : les menaces qui pèsent sur la croissance mondiale s'intensifient et leur liste ne cesse de s'allonger. Même s'il ne s'agit là que de dangers potentiels qui ne vont pas tous aboutir, 2019 s'annonce à haut risque et les principaux instituts internationaux (OCDE, FMI, Banque mondiale, Commission européenne) ont d'ores et déjà revu à la baisse leurs prévisions de croissance mondiale. Les entreprises françaises vont néanmoins aborder cette période mouvementée et incertaine dans un contexte assez inédit liée à la bascule du CICE en baisse de charges. Le changement de dispositif va en effet leur offrir un matelas de sécurité de trésorerie à même de jouer un véritable effet d'amortisseur face aux difficultés conjoncturelles.

2

**GUERRE COMMERCIALE, UN RISQUE À DÉDRAMATISER**

La remise en cause du multilatéralisme et la multiplication des mesures protectionnistes imposées par les États-Unis ont jusqu'à présent eu peu d'impact sur la bonne santé du commerce mondial. L'administration Trump s'en tient pour l'heure à des restrictions ciblées, sans remettre en cause le principe du libre-échange, à l'instar de la renégociation de l'ALENA. La croissance des échanges mondiaux reste solide et devrait encore atteindre 4% cette année. Certes, les indicateurs avancés (comme les commandes mondiales à l'exportation ou le trafic de conteneurs dans les ports) dénotent un essoufflement. Mais ce dernier est surtout à mettre en relation avec le ralentissement de la croissance mondiale, sans oublier les facteurs structurels tels que les transformations profondes du commerce extérieur chinois (les produits exportés de Chine incorporent de plus en plus de composants locaux et leur contenu en imports diminue) ou le raccourcissement des chaînes de valeur du côté des pays avancés. Le vrai risque pour 2019 sera bien plus celui d'une crise majeure dans un ou plusieurs grands pays émergents et de contamination systémique chez leurs voisins immédiats avec des conséquences en cascades sur le commerce mondial.

3

**MENACE D'UN EFFET BOULE DE NEIGE DU CÔTÉ DES ÉMERGENTS**

Le risque est clairement en train de basculer du côté des Émergents. Pour, certains pays à fort déficit extérieur (Turquie, Argentine, Afrique du Sud notamment), la crise est déjà là. La fuite des capitaux provoque une forte dépréciation des monnaies, des difficultés pour financer les investissements, une flambée de l'inflation et des taux d'intérêt, et au final un décrochage des débouchés internes et externes, qui alimente à son tour la fuite des capitaux. En d'autres termes, les risques de défaut de paiement dans ces pays se multiplient. Jusqu'à présent, les Émergents en crise sont géographiquement éparpillés. Ils ne font donc pas encore suffisamment masse pour contaminer les pays frontaliers, même en bonne santé. En revanche, parmi les pays risqués, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie ou le Mexique sont d'une tout autre envergure. Cela peut inquiéter car s'ils devaient flancher, le coup de frein sur le commerce mondial se compliquerait alors d'un vrai risque systémique.

4

**HARD BREXIT : UNE FACTURE DE PLUSIEURS MILLIARDS D'EUROS POUR L'UE ?**

Si le Royaume-Uni quitte l'Union européenne sans qu'aucun nouvel accord commercial ne soit signé, alors les relations entre les deux parties seront soumises aux règles de l'OMC. Les taxes à l'importation augmenteront des deux côtés, pouvant atteindre jusqu'à 17 points dans l'agroalimentaire. Un second épisode de dépréciation de la livre face à l'euro est également attendu à terme. Un double effet qui pourrait faire reculer les importations britanniques en provenance de l'Union européenne, d'autant plus qu'il faudra s'attendre aussi à un affaiblissement généralisé de la croissance outre-Manche et à un durcissement des conditions réglementaires bilatérales. L'accès au marché britannique serait ainsi plus complexe et plus coûteux pour les entreprises européennes, d'où un important manque à gagner (évalué à près de 20 milliards d'euros par Euler Hermès), pour les exportateurs allemands, néerlandais, belges et français qui sont en première ligne. Toutefois, le plus probable reste encore un accord avec l'UE, dans lequel les deux parties s'entendent sur un traité de libre-échange, à la carte et semé de dérogations, notamment concernant l'agriculture et la pêche.

5

**ITALIE, LE RISQUE D'UNE CRISE GLOBALE À LA ZONE EURO**

Si la crise italienne devait dégénérer, elle contaminerait l'ensemble de la zone euro *via* trois canaux de transmission. Il peut s'agir d'une contamination par les primes de risques sur les dettes publiques de ses voisins du Sud. Les investisseurs ont en effet tendance à mettre dans le même sac tous les pays du sud de l'Europe, les fameux pays du « club Med », en d'autres termes, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Trois pays susceptibles de voir grimper leur taux à 10 ans en totale déconnexion avec leurs fondamentaux économiques avec, en perspective, une perte de solvabilité budgétaire. Il peut y avoir aussi une contamination entre les systèmes bancaires des différents pays de la zone euro, *via* les positions interbancaires et les participations croisées entre banques continentales. Enfin, dernier élément, si l'Italie entre en crise, c'est simplement la troisième puissance économique de l'UE qui déraile, une faiblesse qui pourrait provoquer un sérieux coup de frein du commerce intracontinental.

6

**UNE NOUVELLE FLAMBÉE DU PÉTROLE N'EST PAS À ÉCARTER**

Le cours du pétrole a cédé plus de 15 dollars en un peu plus d'un mois, après avoir culminé début octobre à son plus haut niveau depuis deux ans et demi, avec un baril de Brent supérieur à 85 dollars. Une partie de l'explication se situe dans la position ambiguë des États-Unis qui, après avoir martelé que l'objectif des sanctions était de réduire les exportations iraniennes à zéro baril, ont adouci leur position. L'administration américaine a octroyé des exemptions pour huit pays parmi lesquels figurent notamment la Chine, le Japon, la Turquie et l'Inde, qui pourront continuer à acheter du brut iranien. La concordance des calendriers entre l'assouplissement de la position américaine et les *Midterms* (les électeurs américains sont très sensibles aux prix du carburant) n'est certainement pas fortuite. Mais fondamentalement, en redevenant un géant pétrolier, un prix du baril bas n'est plus dans l'intérêt de l'économie américaine, compte tenu des effets d'entraînement du secteur pétrolier sur celui de l'énergie et ses retombés sur l'investissement et l'emploi. Il faut donc s'attendre à de nouvelles volte-face de l'administration Trump, avec en ligne de mire un prix du baril plus élevé. Or, une fois sur la pente ascendante, les cours peuvent très vite flamber, sur ce marché hautement spéculatif.

7

**FRANCE, LA HAUSSE DU POUVOIR D'ACHAT VA ALIMENTER L'ÉPARGNE, PAS LA CONSOMMATION**

Les Français ont du mal à se convaincre de la progression de leur pouvoir d'achat : deux tiers d'entre eux estimaient en septembre dernier qu'il n'avait pas augmenté au cours 12 derniers mois. En cause, le décalage entre les hausses de taxes en début d'année et les baisses de prélèvement, seulement à partir du second semestre. Surtout, les ménages sont bien plus sensibles aux variations des prix des carburants, dont les tarifs sont affichés en grand sur les bords des routes qu'aux évolutions de la fiscalité. Quant aux effets de la baisse des cotisations salariales sur le bulletin de paie et la suppression partielle de la taxe d'habitation, ils seront à peine perçus puisqu'arrivent en janvier prochain à la fois les nouvelles taxes sur les carburants et la mise en place du prélèvement à la source, qui amputera le net affiché des salariés en fin de mois. L'amélioration du pouvoir d'achat en 2019 risque donc bien de passer inaperçue ou d'être considérée comme très ponctuelle. Une sorte de cagnotte qu'il sera préférable de mettre de côté plutôt que de la dépenser.

8

**CONSTRUCTION NEUVE DE LOGEMENTS : LA REPRISE POURRAIT BIEN SE FAIRE ATTENDRE**

Ce n'est pas l'heure de la reprise pour la construction de logements neufs. La baisse des mises en chantier de logements (-4%) s'est accentuée au troisième trimestre et la demande de permis de construire s'est de nouveau affaiblie, ne laissant ainsi entrevoir aucune amélioration à court terme. En cause, les restrictions budgétaires. Les aides aux primo-accédants ont ainsi été réduites (notamment le prêt à taux zéro et l'APL accession en 2018-2019). Les bailleurs HLM réduisent également leurs investissements en raison des choix politiques gouvernementaux (réduction des APL compensée par une baisse des loyers, augmentation de la TVA sur la construction neuve...). Ces restrictions devraient se poursuivre en 2019, grevant les chances d'une reprise de la construction.



9

**BASCULE DU CICE : UN AMORTISSEUR POUR LES ENTREPRISES...**

Que vont faire les entreprises du surcroît de trésorerie lié à la bascule du CICE en 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 la distribution de dividendes. Il pourrait également faciliter l'absorption de la hausse de certains coûts intermédiaires, notamment la hausse des cours du pétrole, ou de la fiscalité écologique et tempérer de la sorte les tensions inflationnistes dans l'économie.

10

**... ET UN IMPACT CERTAIN SUR LA SINISTRALITÉ**

L'autre impact de la bascule du CICE en 2019 pourrait s'observer du côté de la sinistralité des entreprises. L'amélioration de la trésorerie devrait 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. Il a déjà fortement reculé entre mi-2015 et le début de l'année 2018. Depuis, la dynamique s'est grippée, pénalisée par l'essoufflement de l'activité dans de nombreux secteurs mais aussi par le contexte inflationniste du côté des matières premières. Il a notamment augmenté sensiblement dans la construction, le transport ou le commerce. Dans ces conditions, le bol d'air ponctuel sur les trésoreries offert par le « double » CICE en 2019 contribuera tout de même à maintenir la sinistralité à bas niveau. Il devrait de surcroît permettre de réduire le recours aux facilités de caisse et aux découverts et participer à une réduction des frais financiers des entreprises.



# L'ANALYSE DU MOIS



<b>1.1. FOCUS SUR LA TRANSFORMATION DU CICE</b>	<b>10</b>
Les impacts de la « bascule » du CICE pour les entreprises	10
<b>1.2. LA SITUATION DES ENTREPRISES</b>	<b>15</b>
Le climat des affaires	15
L'industrie manufacturière	16
La construction	17
Les services	18
Le commerce	19
<b>1.3. L'ENVIRONNEMENT DES ENTREPRISES</b>	<b>20</b>
La demande des ménages	20
La conjoncture dans les pays avancés	21
La conjoncture dans les BRIC	22
Les cours des matières premières	23
Les taux de change	24
Le contexte financier	25

#### Transformation du CICE : quels impacts sur les entreprises ?

D'un point de vue fiscal et comptable, l'année 2019 s'annonce particulière pour les entreprises : la suppression du CICE à compter du 1<sup>er</sup> janvier et son remplacement par des baisses et exonérations de cotisations sociales (que l'on désigne couramment par le terme de « bascule ») engendrent une année de transition au cours de laquelle les entreprises bénéficieront en trésorerie des deux dispositifs. Ce jeu de bascule s'imbrique à d'autres modifications de fiscalité qui, agrégées, produisent un sensible alourdissement de la fiscalité des entreprises, lorsque les dispositifs joueront en année pleine. Les experts de Xerfi vous détaillent ici ces mécanismes et leurs conséquences concrètes pour les entreprises.

Les années 2018 et 2019 combinent, dans un jeu assez complexe, plusieurs modifications des prélèvements sur les entreprises :

- le passage de 7% à 6% de la masse salariale jusqu'à 2,5 SMIC du crédit d'impôt depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 ;
- un allègement dégressif de cotisations patronales, maximal au niveau du SMIC (4,05 points d'allègement des cotisations chômage, et s'annulant à 1,6 SMIC). Cet allègement, destiné à compenser initialement l'effet du passage de 7 à 6% du taux du CICE, a été reporté finalement au 1<sup>er</sup> octobre 2019, ne représentant que 0,9 milliard d'euros l'année prochaine, puis 3,5 milliards en année pleine ;
- la suppression du CICE pour tous les exercices ouverts après le 1<sup>er</sup> janvier 2019 ; seules seront honorées les créances dues au titre des années antérieures ;
- le remplacement du CICE par une baisse de 6 points du taux de cotisations patronales « Assurance maladie, maternité, invalidité et décès », de 13 à 7% entre 1 et 2,5 SMIC. Le coût pour les finances publiques de cette mesure est de 21-22 milliards. Cette mesure, diminuant les cotisations éligibles aux allègements généraux de charges, réduit mécaniquement de 5,1 milliards ces derniers. Cet effet est compensé par une extension du dispositif des allègements généraux aux cotisations retraites complémentaires. Le coût en année pleine de ce dispositif, additionné à celui de l'allègement dégressif des cotisations patronales au niveau du SMIC est de l'ordre de 25 milliards soit l'équivalent du CICE en 2017, avant réduction du taux à 7% ;
- s'ajoute à cela la poursuite du processus graduel de décade du taux de l'IS initié en 2018, qui se poursuivra jusqu'en 2022 (tableau ci-dessous).

#### ■ Plan de baisse de l'impôt sur les sociétés

Unités : part en %

	Bénéfices inférieurs à 38 120 € et CA < 7,63 millions d'€	Bénéfices inférieurs à 500 000 €	Bénéfices supérieurs à 500 000 €
<b>2018</b>	15%	28%	33,33%
<b>2019</b>	15%	28%	31%
	<b>Taux unique d'imposition</b>		
<b>2020</b>	15%	28%	
<b>2021</b>	15%	26,5%	
<b>2022</b>	15%	25%	

Source : Ministère de l'économie et des finances

Pour décrypter l'impact combiné de ces mesures, qui interagissent entre elles, il convient de bien distinguer :

- a) l'impact sur les comptes publics, largement abordés dans les médias, qui ne sera pas développé ici ;
- b) l'impact purement comptable pour les entreprises, sans effet direct sur leur trésorerie ;
- c) les effets sur l'impôt sur les sociétés (IS) ;
- d) l'impact sur la trésorerie des entreprises en 2019 ;
- e) les autres conséquences en chaîne : bilan sur la pression fiscale des entreprises, impacts sur les délais de paiement et les défaillances, etc.

### L'impact sur les comptes d'entreprises

Le CICE est un crédit d'impôt imputable sur l'impôt sur les sociétés. Il est calculé en fin d'exercice et passé dans les comptes sociaux lors de la clôture de l'exercice. Il donne lieu en général à un double jeu d'écriture :

- il est traité comptablement comme une baisse de charge sociale et inscrit au crédit du compte 649000 « Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi (CICE) », compte spécial créé à cet effet. Ainsi traité, comme une charge négative, il augmente mécaniquement le résultat d'exploitation (et le résultat courant) ;
- il est inscrit au débit du compte 444000 « État – impôts sur les bénéfiques » ; un sous compte pourra être spécialement créé puisque le CICE s'impute sur l'impôt sur les bénéfiques dus. En cas d'excédent, sous réserve que l'entreprise respecte certaines conditions, elle pourra en demander le remboursement.

L'impact fiscal collatéral de ce jeu d'écriture du CICE est neutre sur les différentes composantes de l'impôt. L'administration fiscale considère que le CICE ne constitue pas un produit imposable et qu'il doit, en conséquence, être déduit extra-comptablement sur la liasse fiscale de l'entreprise (l'entreprise ne paiera donc pas d'impôt sur les sociétés sur ce produit). Le CICE venant en diminution des charges de personnel, il n'a de surcroît aucun impact sur la Contribution sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE). Le CICE reste neutre également pour le calcul de la participation des salariés.

### Prise en compte du « retour d'IS »

La transformation du CICE en baisse pérenne de charges n'est en revanche pas neutre sur l'assiette fiscale de l'impôt sur les sociétés (IS). La baisse des cotisations réduit les charges déductibles au regard de l'IS et induit une hausse du bénéfice imposable et donc celle de l'impôt sur les sociétés (« retour d'IS »). Compte tenu de la baisse globale programmée de l'ordre de 24 ou 25 milliards des cotisations (« bascule » + baisse de cotisation au voisinage du SMIC), le retour d'IS serait d'environ 4,5 milliards. Par rapport à 2017, où le taux du CICE était de 7%, le résultat après impôt est ainsi amputé de près de 4,5 milliards.

### L'impact sur la trésorerie des entreprises

Pour évaluer l'effet de la transformation du CICE sur la trésorerie, il faut raisonner en comptabilité de caisse. En termes de trésorerie, les entreprises vont bénéficier transitoirement de la superposition des deux dispositifs, en comptabilité de caisse, mais aussi du renforcement du dispositif de baisse de charges au niveau du SMIC (en fin d'année) :

- la créance CICE est effectivement perçue au mois de mars de l'année N+1 pour les entreprises dont l'IS excède le crédit d'impôt ;
- elle donne lieu à des paiements différés pouvant atteindre 3 ans après l'année de constatation de la créance fiscale pour les entreprises dont le CICE excède le montant de l'IS. Le CICE perçu au titre des années précédentes génère ainsi un flux de trésorerie jusqu'en 2021, voire 2022 pour les entreprises dont l'exercice n'est pas calé sur janvier. Le montant des versements du CICE au titre de 2018 et des années précédentes est estimé à une vingtaine de milliards. Au-delà de 2019, plus de 21 milliards continueront à courir et seront récupérés les années suivantes ;
- les baisses de cotisations employeur qui se substituent aux CICE impactent immédiatement la trésorerie des entreprises ;
- il faut tenir compte du fait que la baisse supplémentaire de charges au voisinage du SMIC a été reportée au 1<sup>er</sup> octobre de l'année 2019, ce qui réduit à court terme son impact positif sur la trésorerie des entreprises ;
- la trésorerie des entreprises est également affectée en 2019 par la hausse exceptionnelle du montant du cinquième acompte d'impôt sur les sociétés, versé par les grandes entreprises qui réalisent un chiffre d'affaires compris entre 250 M€ et 5 Md€ au titre d'un exercice ouvert entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 décembre 2019. Cela se traduira par un accroissement des versements effectués en 2019 de l'ordre de 1,3 milliard d'euros. La mesure est destinée à absorber une partie du coût de la transformation du CICE. L'effet sur la trésorerie s'annulera ensuite ;
- l'effet de retour sur l'IS de la transformation du CICE sur l'IS, affectera les acomptes versés en 2020 au titre de 2019 ;
- il faut enfin prendre en compte l'effet décalé sur la trésorerie des différentes étapes de baisse de l'IS des années N (2018 à 2022) sur les acomptes versés en N+1 (années 2019 à 2023).

### ■ Flux de trésorerie en faveur des entreprises

Unités : milliard d'euros

	2019	2020	2021	2022	2023
Abandon du CICE	-19,6	-21,2	-21,2	-21,2	-21,2
Allègements de 6 points des cotisations	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
Allègement supplémentaire bas salaires	0,9	3,3	3,3	3,3	3,3
CICE non perçu au titre des années précédentes	19,6	9,9	8,6	3,2	0
Effet de retour de l'IS	0	-4,5	-4,2	-4,0	-3,9
Baisse de l'IS	1,2	2,4	2,9	2	2
Acompte de l'IS	-1,4				
<b>Effet trésorerie</b>	<b>21,9</b>	<b>11,1</b>	<b>10,6</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>

Sources : PLF 2019, OFCE, Rexecode

### Un effet « accordéon » atypique

Le *timing* des effets de caisse produit un important effet d'accordéon sur la trésorerie, très atypique en phase de ralentissement conjoncturel. Les arriérés de CICE permettent cependant d'amortir sensiblement l'ampleur de l'à-coup au plan macro-économique. L'amélioration transitoire de la trésorerie en 2019 devrait également limiter le recours aux facilités de caisse, aux découverts ou au préfinancement du CICE (dont le montant est estimé à 3 milliards en 2017, pour un coût de 4%), et aura donc des retombées positives de second ordre sur les frais financiers des entreprises.

### Effet permanent sur les entreprises de la combinaison des chocs fiscaux

Lorsque l'on considère enfin l'impact comptable en année pleine des différentes mesures fiscales adoptées en 2019, en tenant compte notamment de l'alourdissement de la fiscalité environnementale et de l'effet retour sur l'IS de la baisse des charges, on constate que la pression fiscale sur les entreprises s'est sensiblement accrue par rapport à 2017 (année où le CICE était à 7% de la masse salariale) : de l'ordre de 7 milliards (tableau ci-dessous), loin des effets d'annonce de la loi de finances 2019. Les entreprises se retrouvent donc dans une situation assez schizophrénique et paradoxale où, dans un contexte de ralentissement conjoncturel et de hausse de la pression fiscale, elles bénéficient d'une embellie d'une ampleur exceptionnelle de leur trésorerie. C'est normalement l'effet permanent en année pleine des mesures fiscales qui devrait influencer leurs arbitrages. L'amélioration transitoire de la trésorerie devrait, quant à elle, en théorie, être provisionnée pour amortir et lisser l'impact du choc fiscal de moyen terme. Mais cela demande une évaluation correcte de l'effet combiné des changements de fiscalité, ce qui ne constitue pas nécessairement l'hypothèse la plus probable. Le coup d'accordéon de la trésorerie pourrait ainsi être, au moins partiellement, à l'origine d'arbitrages plus court-termistes de la part des entreprises.

### ■ Impact comptable en année pleine des modifications de fiscalité de 2019 par rapport à 2017

Unité : milliard d'euros

	2017	2019-2020
CICE (7%)	-24,7	
Allègements de 6 points des cotisations		-21,2
Allègement supplémentaire bas salaires		-3,2
Effet de retour de l'IS		4,9
Baisse de l'IS	-1,2	-2,4
Fiscalité écologique		2,3
Réforme TICPE		1,0
<b>Effet permanent en année pleine</b>	<b>-25,9</b>	<b>-18,6</b>

Source : PLF 2019

**Un effet positif à attendre sur la sinistralité des entreprises**

L'impact le plus tangible de la bascule du CICE en 2019 devrait s'observer du côté de la sinistralité des entreprises. L'amélioration de la trésorerie devrait initier un cercle vertueux concernant les délais de paiement et réduire les défauts de paiement. Le risque de défaillance des entreprises se maintiendra de la sorte à faible niveau, voire diminuera légèrement en 2019. Il a déjà fortement reculé entre mi-2015 et le début de l'année 2018. Depuis, la dynamique s'est grippée, pénalisée par l'essoufflement de l'activité dans de nombreux secteurs mais aussi par le contexte inflationniste du côté des matières premières. Il a notamment sensiblement augmenté dans la construction, le transport ou le commerce. Dans ces conditions, le bol d'air ponctuel sur les trésoreries offert par le « double » CICE en 2019 contribuera tout de même à maintenir la sinistralité à bas niveau. Il devrait de surcroît permettre de réduire le recours aux facilités de caisse et aux découverts et participer à une réduction des frais financiers des entreprises.

**Primes, dividendes, absorption des hausses de prix, etc. : les autres conséquences à attendre**

Toute la question est de savoir ce que vont faire les entreprises de la manne de trésorerie liée à la bascule du CICE en 2019. Cette dernière agira moins directement sur l'activité (*via* l'emploi et l'investissement) que sur la formation des prix. En effet, cette embellie de trésorerie de l'ordre de 20 milliards intervient alors même que, pour leur majorité, les entreprises sont déjà en situation favorable de trésorerie. Pour prendre la mesure de cet effet, il faut tenir compte de son caractère ponctuel, et du fait qu'elle recouvre un contexte plus global de hausse de la fiscalité et de montée des risques conjoncturels. Il est peu probable dès lors que les 20 milliards soient affectés à l'investissement (sauf à en accélérer la mise en œuvre) ou à l'emploi. Le scénario le plus probable est que cette facilité de caisse dope, dans certains cas, la composante variable et non récurrente des rémunérations : prime, intéressement, participation ou éventuellement la distribution de dividendes. Elle pourrait également faciliter l'absorption de la hausse de certains coûts intermédiaires, notamment la hausse des cours du pétrole et celle de la fiscalité écologique depuis deux ans, et tempérer de la sorte les tensions inflationnistes dans l'économie, jouant un rôle d'amortisseur sur le pouvoir d'achat.

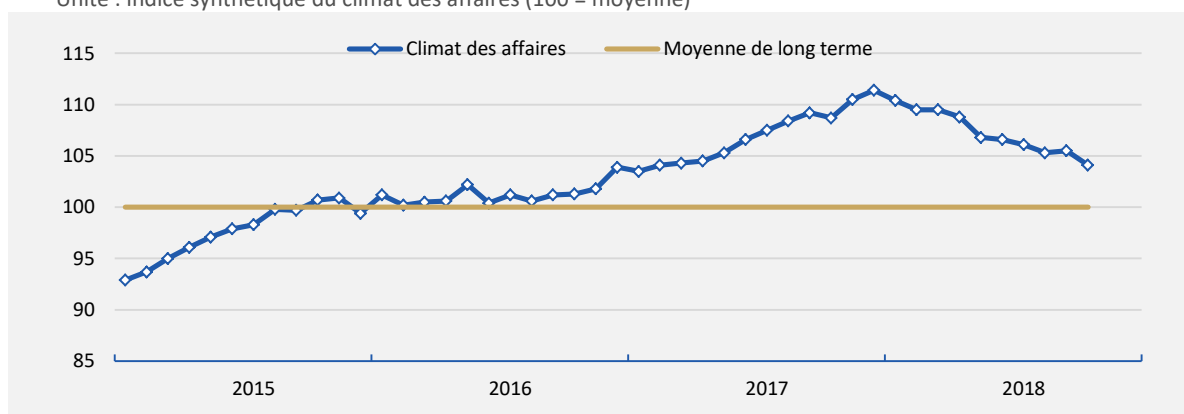


### Nouvel accroc

Le climat des affaires s'est légèrement détérioré en octobre (-1 point). Pourtant, après plusieurs mois de recul, il s'était stabilisé en septembre laissant entrevoir un futur rebond. L'indicateur retombe finalement à 104, soit son plus bas niveau depuis février 2017 (cela reste néanmoins au-dessus de sa moyenne de long terme). Dans le détail, il y a d'abord la confirmation d'un sacré coup de mou dans l'industrie. Le climat des affaires cède 3 points (après en avoir déjà abandonné 3 le mois précédent) pour se situer à un plancher depuis quasiment deux ans. La tendance est la même du côté du commerce de détail qui, après un pic à 114 en juillet dernier, plonge à 105, ramenant le climat des affaires à son niveau de mars 2017. En revanche la dynamique est meilleure dans les services et le bâtiment avec un climat des affaires qui parvient à se maintenir. Cette dichotomie entre l'industrie et les services est confirmée par l'enquête de l'institut IHS Markit qui montre pour sa part une franche accélération de l'activité dans les services alors que l'industrie peine. 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 ». Parmi les bonnes nouvelles, le climat de l'emploi se stabilise et se maintient à un haut niveau.

### ■ Le climat des affaires en France

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

### ■ Le climat des affaires en France

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

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

Source : Insee, dernières données disponibles 10/2018

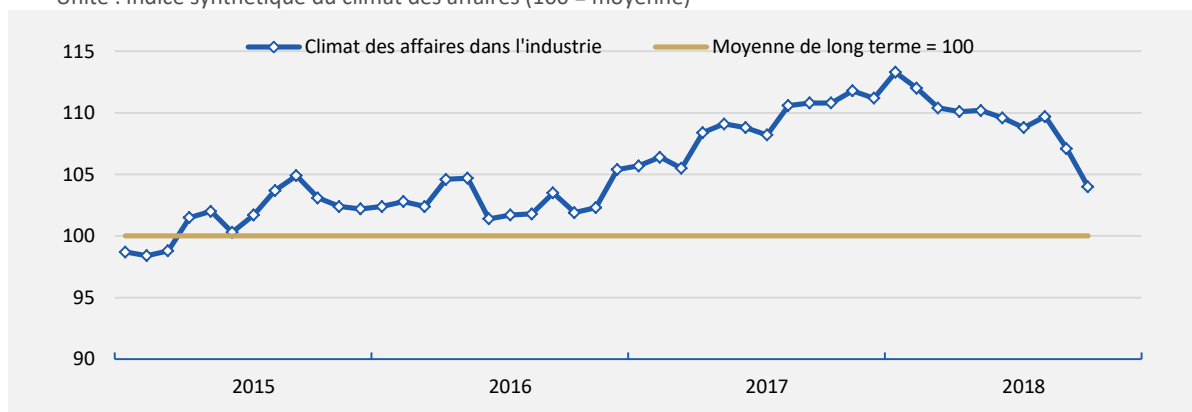


### Un coup dur de plus

Le climat des affaires a de nouveau brutalement décroché de 3 points en octobre pour se situer à 107. Cet accroc a été confirmé peu après par le repli du PMI (indice des directeurs d'achat, un indicateur composite de l'activité manufacturière d'un pays) calculé par l'institut IHS Markit. En baisse de 1,3 point il se situe à 51,2. L'indice tombe ainsi à son plus faible niveau depuis 25 mois. Au-delà de 50, il reste néanmoins dans la zone d'expansion, tout comme le climat des affaires, ancré au-dessus de 100 (sa moyenne de long terme). La chute enregistrée dans l'industrie manufacturière est liée à une dégradation générale des soldes d'opinion : celui concernant la production passée perd 9 points et redescend quasiment à sa moyenne de long terme. Ceux se référant aux carnets de commandes diminuent nettement (mais restent au-dessus de leur tendance de longue période) tout comme ceux relatifs à l'emploi. Les deux seules petites éclaircies ont trait aux perspectives personnelles de production (quasiment stable après avoir fortement baissé en septembre) et à l'optimisme des chefs d'entreprise quant aux perspectives générales du secteur qui perdure. Toutes les grandes branches d'activité sont prises dans le même mouvement, à l'exception de celle des biens d'équipement. Ce qui est plutôt de bon augure sur le niveau d'investissement à venir. Compte tenu de ces évolutions, l'indicateur de retournement retombe dans la zone indiquant un climat conjoncturel incertain.

### ■ Le climat des affaires dans l'industrie

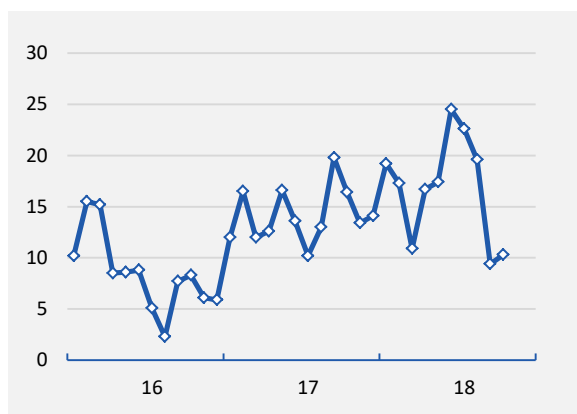
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

### ■ Les perspectives d'activité dans l'industrie

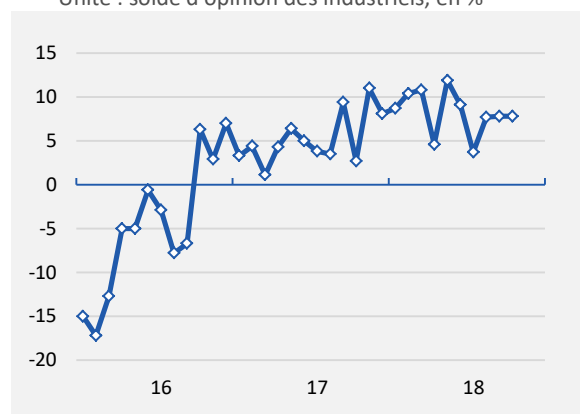
Unité : solde d'opinion des industriels, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

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

Unité : solde d'opinion des industriels, en %



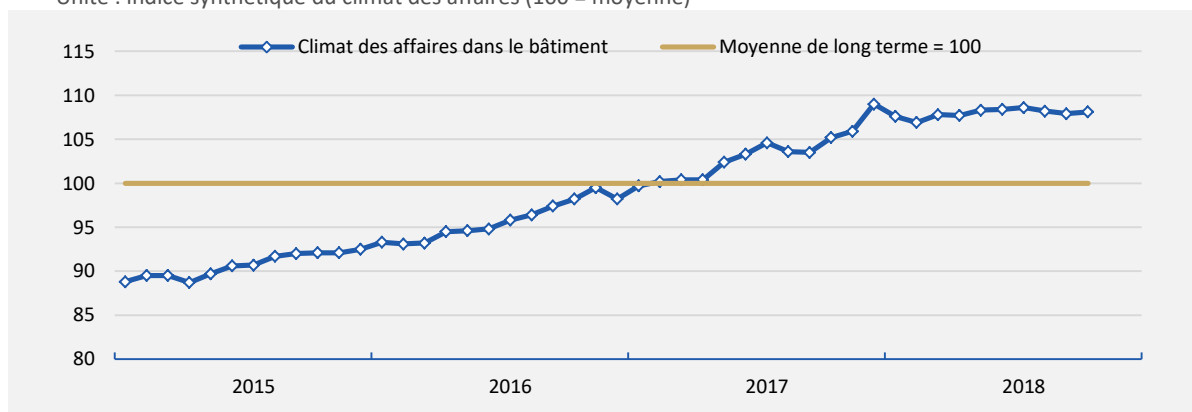
Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

### La construction neuve de logements lâche, le non résidentiel et l'entretien tiennent bon

Les mois se suivent et se ressemblent dans la construction neuve de logements. Ainsi, après avoir reculé de 2,6% au deuxième trimestre par rapport aux trois premiers mois de l'année, la demande de permis de construire a de nouveau baissé de 2,1% au troisième trimestre. Le bilan est simplement catastrophique sur les 9 premiers mois de 2018 avec un effondrement de 7% par rapport à la même période de 2017. Cela se concrétise très directement dans l'évolution des mises en chantier en recul de 3% sur les trois premiers trimestres par rapport aux 9 premiers mois de 2017. Compte tenu de la direction prise par les autorisations, la tendance n'est pas prête de s'inverser. Bien entendu, la construction ne se résume pas au logement neuf. Du côté du non résidentiel, les surfaces mises en chantier progressent de 1% depuis le début de l'année, portées par la construction neuve de bâtiments industriels (+16%), de bureaux (+10%) et de bâtiments publics (+10%). Parmi les compartiments de marché en délicatesse, la construction neuve d'entrepôts (-16%, mais ceux-ci génèrent finalement peu d'activité en valeur pour les constructeurs) et le commerce (-4%). Enfin, toujours du côté du bâtiment, l'entretien-rénovation reste dynamique et l'horizon semble dégagé à court terme. Pour leur part, les travaux publics semblent bien installés sur le chemin d'une forte croissance cette année avec de bonnes perspectives pour 2019.

#### ■ Le climat des affaires dans le bâtiment

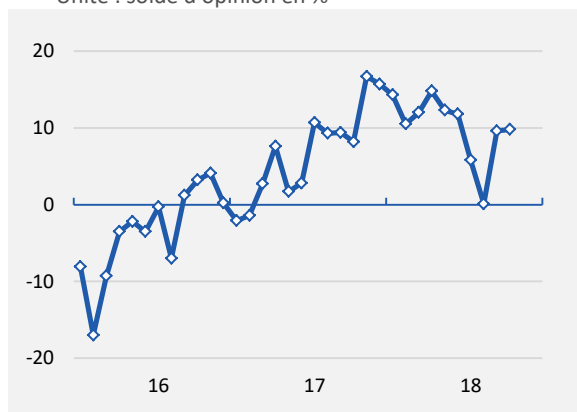
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Les perspectives d'activité dans le bâtiment

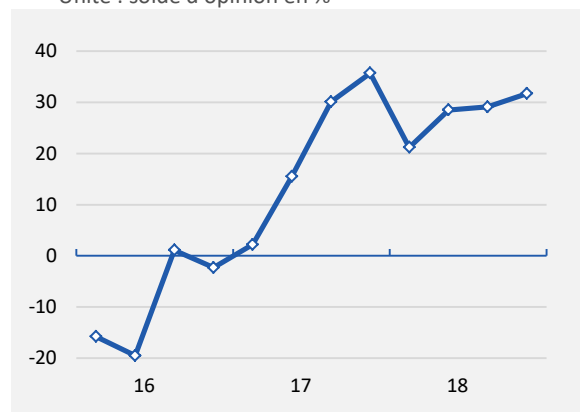
Unité : solde d'opinion en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Les perspectives d'activité dans les travaux publics

Unité : solde d'opinion en %



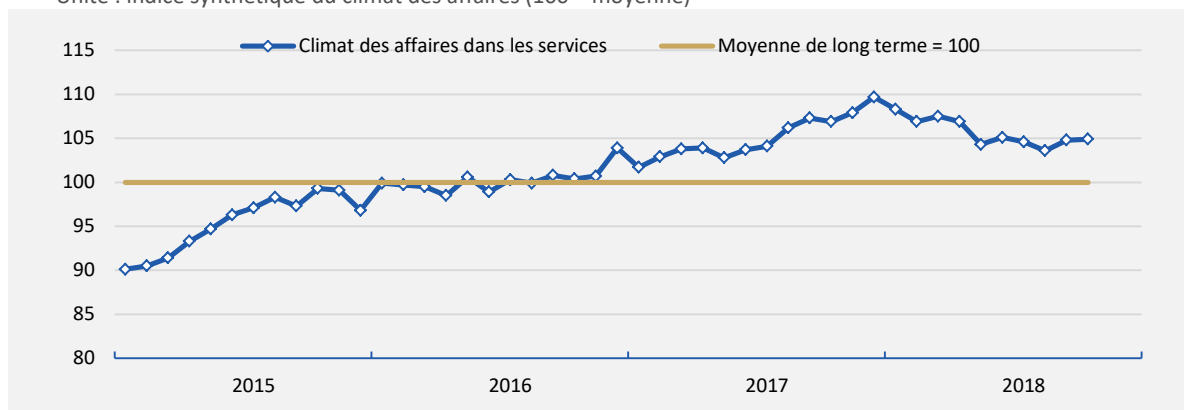
Source : Insee, dernière donnée disponible T4 2018

#### Bonne dynamique

À 105, le climat des affaires en octobre s'est quasiment stabilisé à son niveau moyen depuis le début de l'année. L'impression laissée par l'enquête de IHS Markit est plus favorable avec un indice en progression (passant de 54,8 à 55,3) et bien ancré au-dessus du seuil des 50 (frontière entre une activité en hausse ou en baisse). Les perspectives sont bien orientées et le solde correspondant à l'activité prévue se situe désormais nettement au-dessus de sa moyenne de long terme, tout comme les perspectives d'embauches. Toutefois, une difficulté demeure et elle est de taille : les prix. Les tensions restent très vives et les soldes correspondants se dégradent une fois de plus. Dans le détail, le climat des affaires s'améliore dans le transport routier de marchandises après avoir fortement décroché cet été (l'indicateur a cédé 7 points entre juillet et septembre dernier). C'est peut-être le signe d'une petite amélioration en cours dans l'industrie. Le climat des affaires se raffermi également dans les activités immobilières (location, agence immobilière, etc.), mais à 91, il demeure nettement en dessous de sa moyenne de longue période pour le 13<sup>e</sup> mois consécutifs. Les perspectives restent bonnes du côté des activités spécialisées scientifiques et techniques (activités juridiques, comptabilité, audit, R&D, publicité, etc.) et s'améliorent encore dans les services administratifs et de soutien (location, intérim, services de sécurité, de nettoyage, services administratifs de bureau, etc.), laissant entrevoir une fin d'année dynamique. Seul bémol, des difficultés sont apparues dans la branche information-communication (dont font partie les services informatiques), si bien que le climat des affaires est passé sous sa moyenne de longue période.

#### ■ Le climat des affaires dans les services

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



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Les perspectives d'activité dans les services

Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Les perspectives de prix dans les services

Unité : solde d'opinion, en %



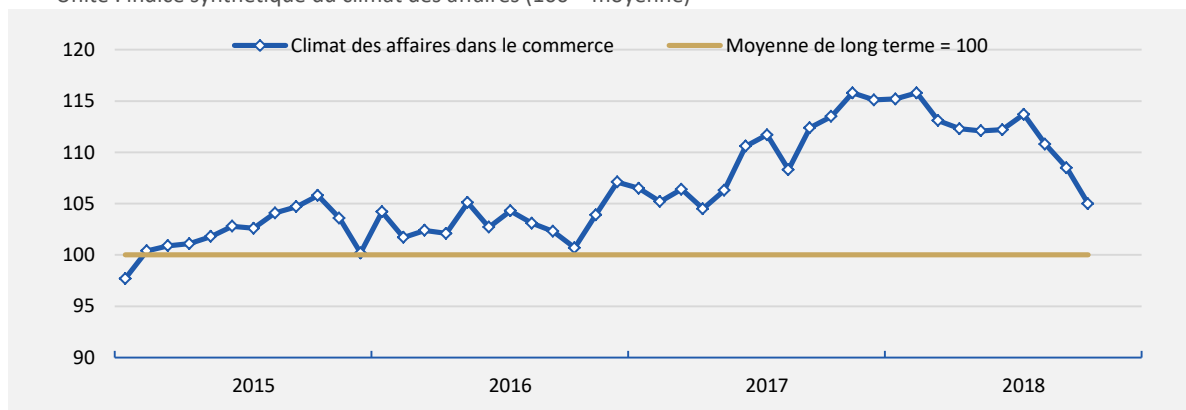
Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### Les perspectives d'activité s'assombrissent nettement

La chute s'accélère dans le commerce de détail et dans le commerce et la réparation automobile. Le climat des affaires a ainsi cédé 9 points depuis juillet dont 4 uniquement en octobre. Si, à 105, l'indicateur reste au-dessus de sa moyenne de long terme, c'est néanmoins le signe d'une conjoncture dégradée comme le confirme la direction prise par le solde d'opinion concernant les ventes passées : en recul depuis deux mois, il a fini par glisser sous sa moyenne de long terme. Idem pour les ventes prévues. En d'autres termes, les distributeurs n'attendent aucune amélioration de leur activité d'ici la fin de l'année. Cela se ressent bien évidemment sur les intentions de commandes redescendues à 1 point seulement de leur tendance de longue période. Si les commerçants commencent à broyer du noir, c'est que les craintes des ménages sur l'évolution de leur pouvoir d'achat ne cessent de se renforcer, ce qui les place en position défensive. En d'autres termes, ils consomment moins. Signe des temps, à deux mois de Noël, les Français comptent dépenser 342 euros en cadeaux selon une étude d'OpinionWay pour Proximis. C'est 45 euros de moins (-12%) par rapport au même sondage réalisé il y a six ans. Signe de l'étendue du malaise, même le moral des concessionnaires autos, dont le climat des affaires était à son sommet historique en février dernier, s'étiole peu à peu pour revenir à 111. Les perspectives d'activités notamment se sont retournées et le solde correspondant est retombé à 100. Dans le commerce de détail, les détaillants spécialisés (habillement, équipement du logement, etc.) comme généralistes font état de ventes passées en berne et ne prévoient aucune amélioration.

#### Le climat des affaires dans le commerce

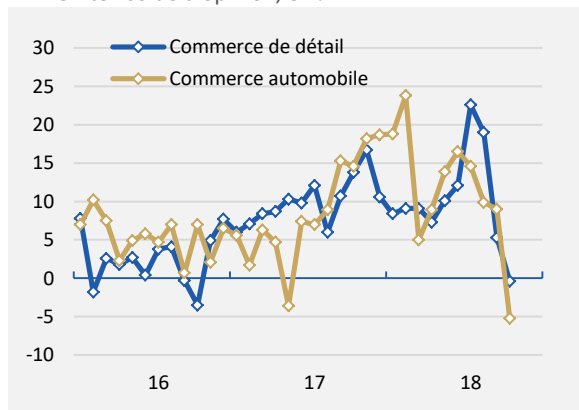
Unité : indice synthétique du climat des affaires (100 = moyenne)



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### Les perspectives d'activité dans le commerce

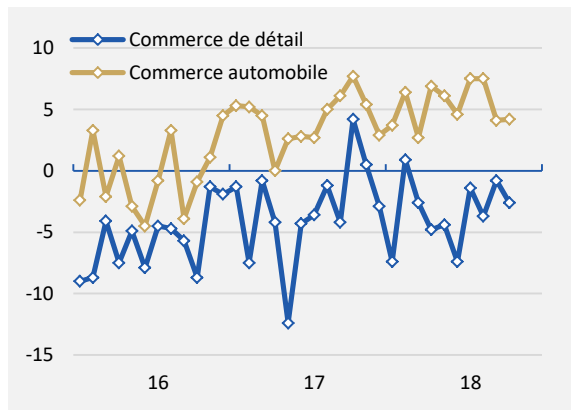
Unité : solde d'opinion, en %



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### Les perspectives de prix dans le commerce

Unité : solde d'opinion, en %



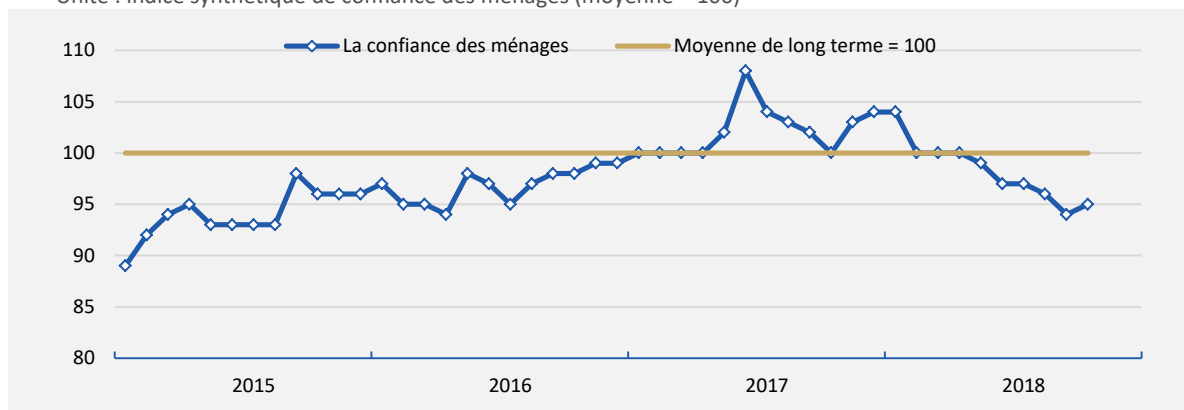
Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

### Morosité ambiante

Le troisième trimestre s'est terminé sur une fausse note avec une baisse de 1,7% de la consommation des ménages en septembre par rapport au mois précédent. Cette chute des dépenses des ménages est néanmoins en partie trompeuse car due en grande partie au yo-yo de la consommation de matériel de transports (principalement d'automobiles). L'anticipation du durcissement du test d'homologation des voitures neuves au 1<sup>er</sup> septembre a ainsi fait exploser les achats de véhicules en août (+8,7%). Conséquence, ils se sont effondrés dès le mois suivant (-7,9%). Le bilan d'ensemble reste néanmoins positif avec des achats en hausse de 0,6% en moyenne sur le trimestre mais le contrecoup de septembre est sérieux et l'acquis de croissance devient négatif (-0,8 point), hypothéquant en partie la performance à espérer sur l'ensemble du quatrième trimestre. D'autant plus que les ménages ne sont pas à la fête. En hausse de 1 point, le climat de confiance n'en reste pas moins en dessous de sa moyenne de long terme. 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 (le solde correspondant reste à -30 contre une moyenne de long terme de -21) et que cela devrait perdurer cours des prochaines semaines (le solde correspondant reste collé à -17 depuis deux mois contre une moyenne de -5). En d'autres termes, les ménages ne croient pas au rebond à venir du pouvoir d'achat. C'est un mauvais signal envoyé et le risque est grand de voir partir en épargne tout ou partie des hausses de revenus en cours et à venir.

### ■ La confiance des ménages

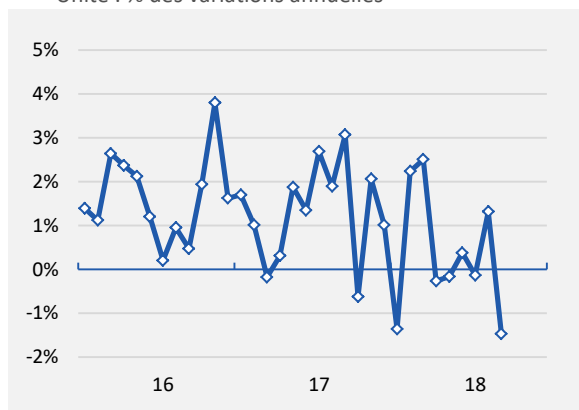
Unité : indice synthétique de confiance des ménages (moyenne = 100)



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

### ■ La consommation en biens des ménages

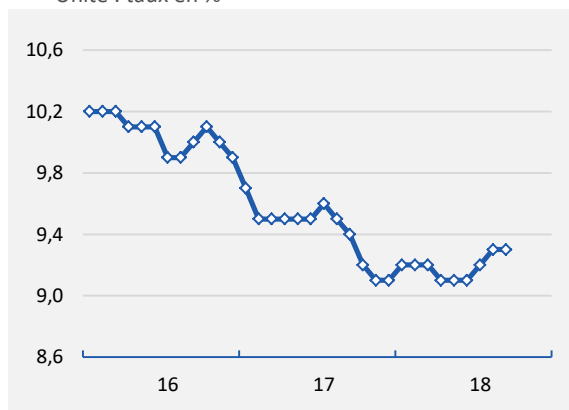
Unité : % des variations annuelles



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

### ■ Le taux de chômage

Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 09/2018

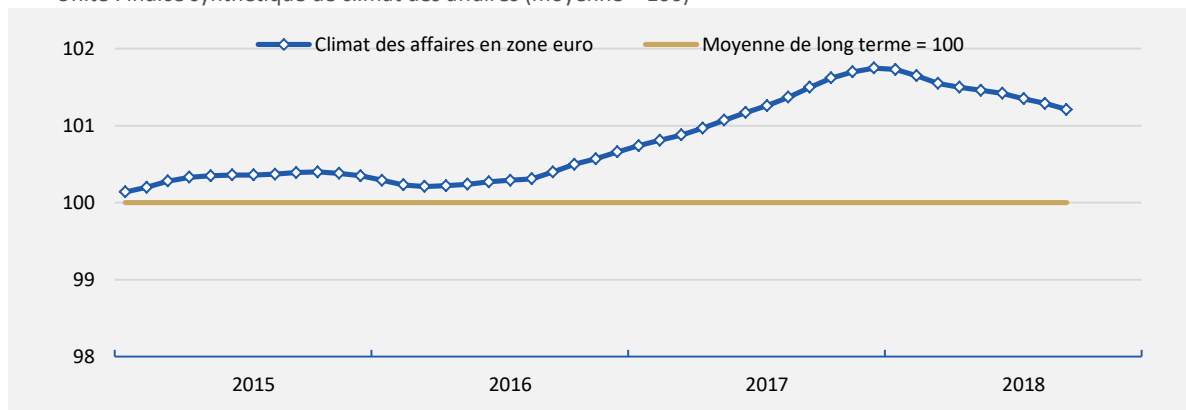
### Nouvelle dégradation de la confiance des industriels dans la zone euro

La confiance des industriels européens a reculé en septembre pour le 9<sup>e</sup> mois d'affilé, revenant ainsi à son niveau de juillet 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 3<sup>e</sup> trimestre. D'après l'estimation préliminaire d'Eurostat, 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, la confiance des industriels aux États-Unis s'est renforcée durant 5 mois consécutifs, atteignant en septembre un nouveau pic sur plus de 4 ans. Le climat des affaires outre-Atlantique affiche une tendance globalement haussière depuis le début de 2017. Soutenue par la réforme fiscale de Donald Trump, favorable aux entreprises, la confiance des industriels a progressé jusqu'à février 2018, avant de se retourner légèrement à la baisse au printemps, après l'introduction de taxes sur les importations américaines d'acier et d'aluminium. Les industriels craignaient alors une escalade dans la guerre commerciale entre les États-Unis et ses partenaires, mais ils ont été rassurés ensuite par les très bons chiffres du PIB du 2<sup>e</sup> et du 3<sup>e</sup> trimestre, faisant état d'une croissance annualisée respectivement de 4,2% et de 3,5%.

#### ■ Le climat des affaires en zone euro

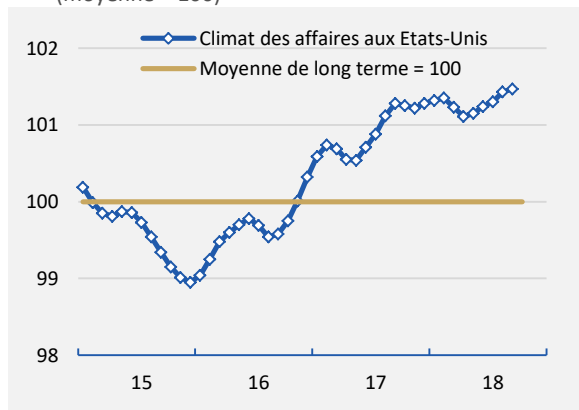
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 09/2018

#### ■ Le climat des affaires aux États-Unis

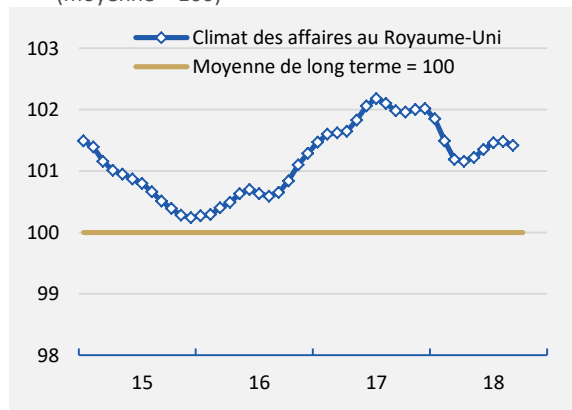
Unité : indice synthétique de climat des affaires (moyenne = 100)



Source : OECD, dernière donnée disponible 09/2018

#### ■ Le climat des affaires au Royaume-Uni

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



Source : OECD, dernière donnée disponible 09/2018

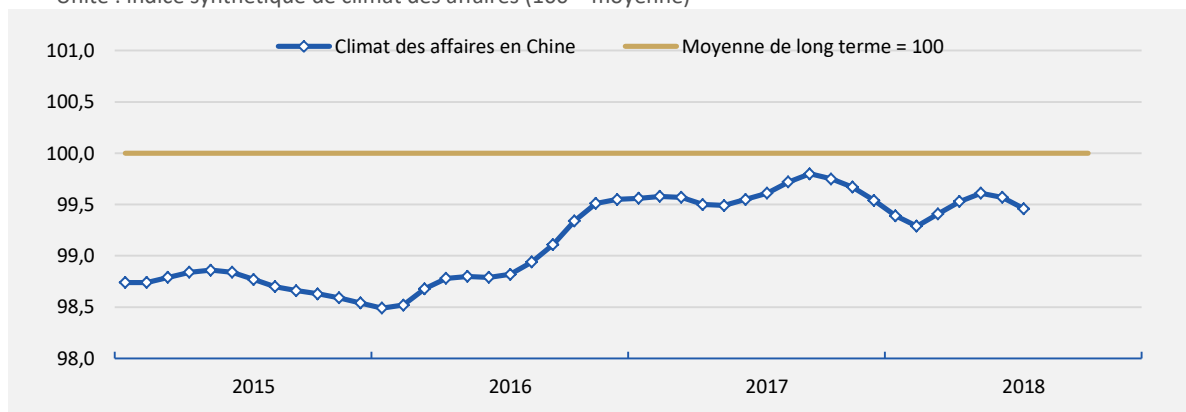
### Dégradation du climat des affaires en Chine et au Brésil

La confiance des industriels en Russie s'est stabilisée à haut niveau depuis le printemps 2018. L'amélioration du climat des affaires est allée de pair avec la forte hausse des cours du pétrole. Le prix du baril de Brent a dépassé la barre des 80 dollars en moyenne en octobre, pour la première fois depuis près de 4 ans, avant de redescendre vers les 70 dollars début novembre. La santé de l'économie russe est fortement dépendante du prix de l'or noir, dans la mesure où le pétrole (brut et raffiné) et le gaz naturel représentent plus de la moitié des exportations du pays en valeur.

Le Brésil était dans une configuration similaire jusqu'au printemps dernier, mais le climat des affaires dans ce pays s'est dégradé entre mai et septembre, en lien avec une croissance qui s'est nettement affaiblie en 2018 et une forte dépréciation du real (jusqu'à mi-septembre) qui s'est traduite en inflation importée ces derniers mois. L'affirmation de Jair Bolsonaro (populiste de droite et proche du milieu des affaires) aux élections présidentielles d'octobre devrait contribuer à un redressement de la confiance des industriels au cours des prochains mois. En Chine, le climat des affaires s'est dégradé depuis juin, anticipant le ralentissement de la croissance pointé par les statistiques officielles du 3e trimestre. Le rebond du cours du pétrole est un facteur qui impacte négativement la confiance des industriels dans ce pays, importateur net d'hydrocarbures.

#### ■ Le climat des affaires en Chine

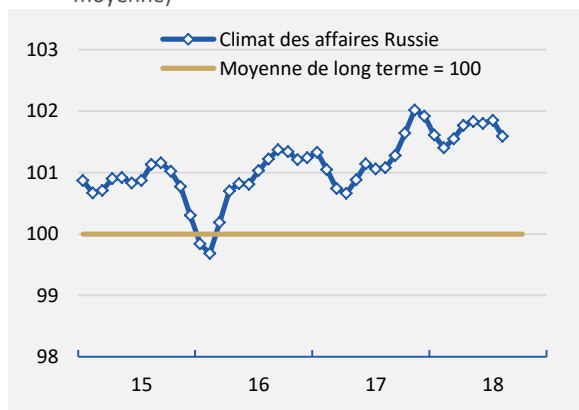
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 07/2018

#### ■ Le climat des affaires en Russie

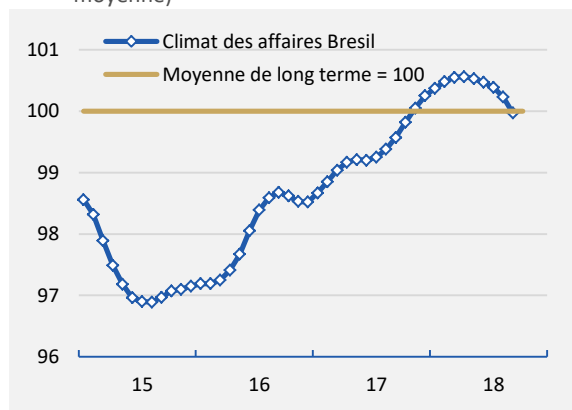
Unité : indice synthétique de climat des affaires (100 = moyenne)



Sources : OECD, Insee, dernière donnée disponible 08/2018

#### ■ Le climat des affaires au Brésil

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



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



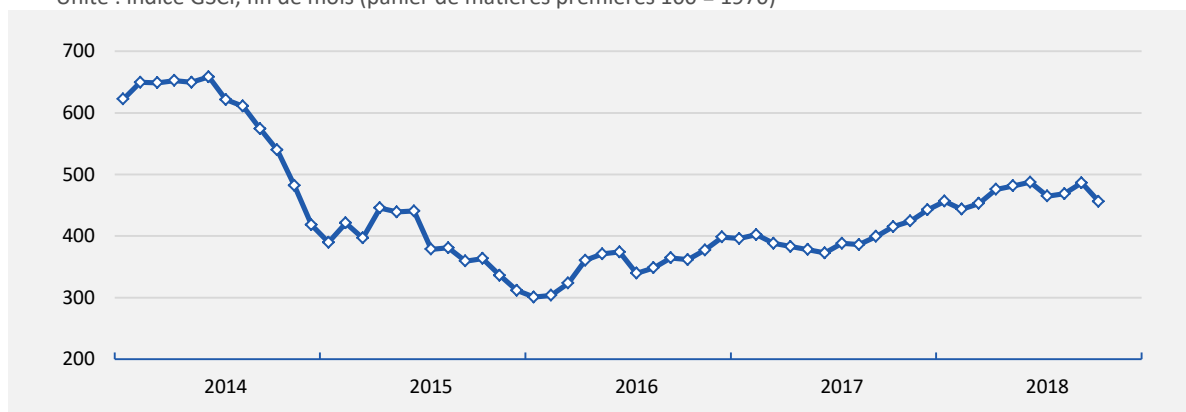
### Le cours du Brent recule après avoir touché un point haut en octobre

Le cours du Brent a fortement progressé en septembre et en octobre, atteignant 80,5 dollars le baril en moyenne sur ce dernier mois. Il n'avait pas dépassé la barre des 80 dollars, en moyenne mensuelle, depuis novembre 2014. La chute de la production vénézuélienne et le retrait des États-Unis de l'accord nucléaire iranien (avec le conséquent retour des sanctions sur les exportations iraniennes) ont mis le feu aux poudres au cours du Brent, qui a même dépassé le seuil des 85 dollars début octobre. Au-delà des incertitudes géopolitiques, c'est bien le progressif rééquilibrage de l'offre et de la demande mondiale qui a expliqué la remontée du prix du pétrole des 50 dollars de l'été 2017 aux 80 dollars d'octobre 2018.

Cependant, les derniers chiffres de l'Agence Internationale de l'Énergie témoignent d'un retour d'un excès d'offre conséquent sur le marché mondial au second trimestre 2018, s'expliquant, d'une part, par le ralentissement de la demande mondiale, notamment depuis la Chine et les pays émergents et, d'autre part, par une forte progression de l'offre. En effet, la production américaine est à son record historique (à 11 millions de barils/jour), tandis que l'offre OPEP a progressé de plus de 700 000 barils/jour entre mai et septembre, 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 à nouveau excédentaire a contribué à refroidir les tensions sur les prix, qui ont reflué vers les 70 dollars début novembre.

### ■ 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 10/2018

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

Unité : prix en dollars US / baril Pays-Bas



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

### ■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

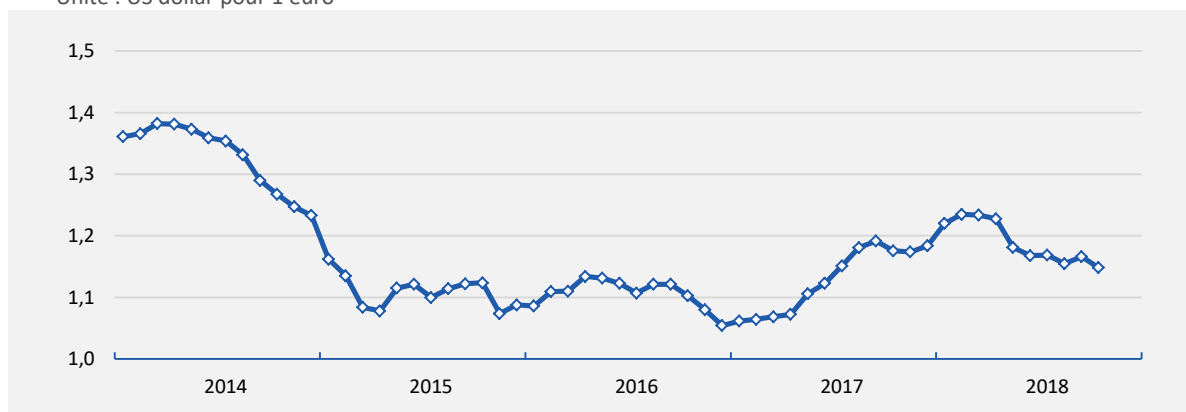
#### L'écart de croissance entre les États-Unis et la zone euro tire le dollar à la hausse

Après une longue phase d'appréciation de l'euro entre avril 2017 et avril 2018, la devise européenne s'est dépréciée de 6% vis-à-vis du billet vert entre mai et août, avant de se stabiliser ces deux derniers mois autour de 1,15 dollar. Le ralentissement généralisé de la croissance dans la zone euro, confirmé par les données de PIB du 3<sup>e</sup> trimestre, comparé aux très bons chiffres de la croissance américaine (plus de 1% en T2 puis 0,9% en T3) a poussé l'euro en dessous de la barre de 1,14 dollar à deux reprises (mi-août et fin octobre), un plancher que la devise européenne n'avait plus touché depuis plus d'un an.

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 troisième cette année) des taux directeurs de la Réserve fédérale en septembre. 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, incitant *in fine* les investisseurs à se positionner davantage sur le dollar.

#### ■ Le cours euro / dollar

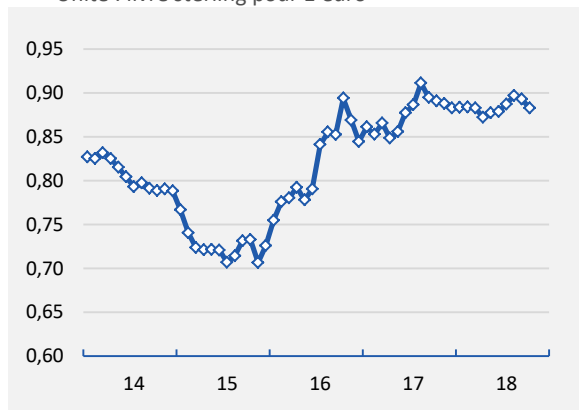
Unité : US dollar pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Le cours euro / livre sterling

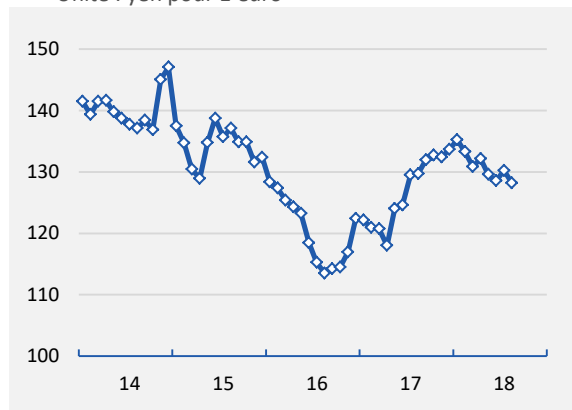
Unité : livre sterling pour 1 euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Le cours euro / yen

Unité : yen pour 1 euro



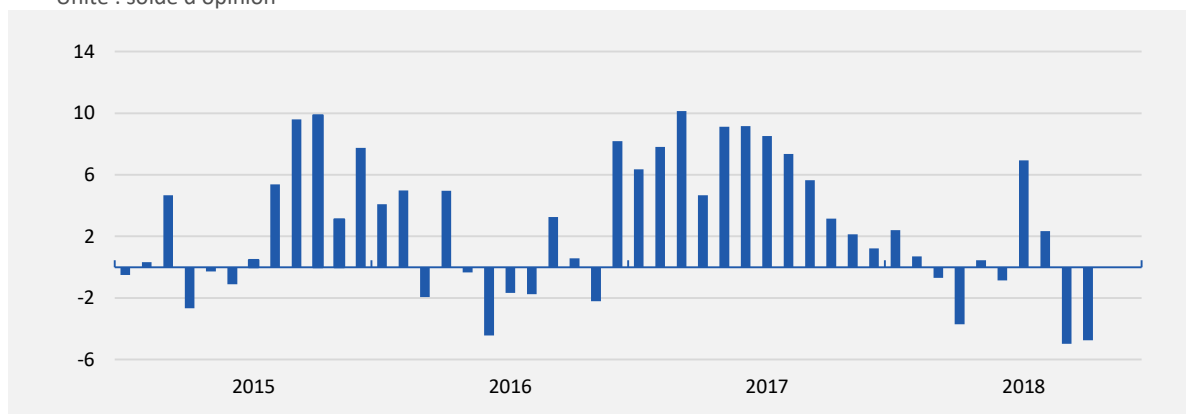
Source : Insee, dernière donnée disponible 08/2018

#### Confirmation de la dégradation des trésoreries

Depuis deux mois maintenant, une courte majorité de trésoriers jugent la situation de leurs trésoreries difficile. 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 jugent 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 s'améliore un peu (en septembre dernier elle avait été qualifiée de difficile pour la première fois depuis cinq ans) mais la tendance de fond est quand même à la dégradation. Une orientation d'autant plus délicate que 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-privilegiée sur les placements même si en octobre elle s'est légèrement effritée en faveur des dépôts à terme et des OPCVM.

#### ■ La trésorerie d'exploitation des grands groupes

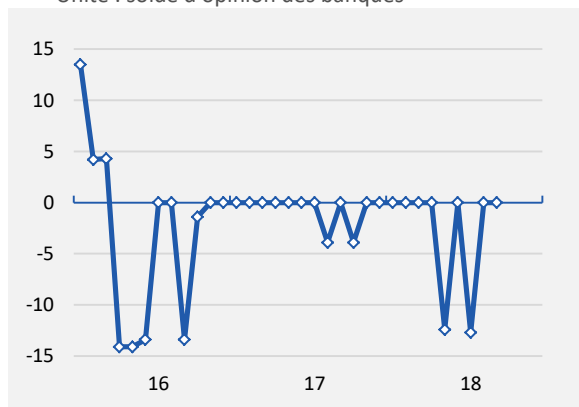
Unité : solde d'opinion



Source : AFTE, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Les critères d'octroi des crédits aux entreprises

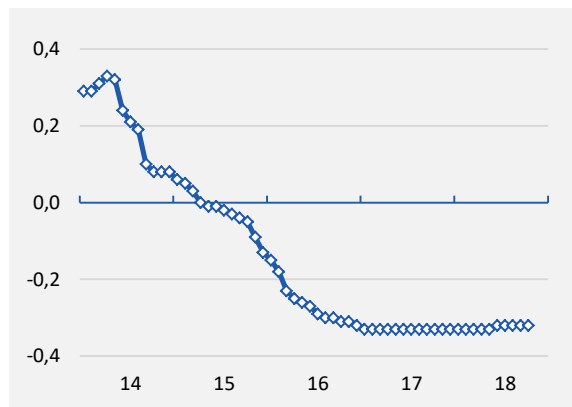
Unité : solde d'opinion des banques



Source : BDF, dernière donnée disponible 09/2018

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

Unité : taux en %



Source : Euribor EBF, dernière donnée disponible 10/2018

# FRANCE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2019



<b>2.1. LES INDICATEURS CLÉS</b>	<b>27</b>
Le PIB	27
La consommation des ménages	28
Le pouvoir d'achat des ménages	29
Le taux de chômage	30
L'inflation	31
L'investissement des entreprises	32
Le commerce extérieur de la France	33
<b>2.2. LES INDICATEURS OPÉRATIONNELS</b>	<b>34</b>
Le cours euro / dollar	34
Le cours du pétrole	35
Les cours des métaux	36
Les cours des matières premières agricoles	37
<b>2.3. LES ÉCLAIRAGES SECTORIELS</b>	<b>38</b>
L'industrie manufacturière	38
Les industries alimentaires	39
L'industrie automobile	40
Le commerce de détail	41
L'activité du BTP	42
Les transports et l'entreposage	43
L'hébergement et la restauration	44

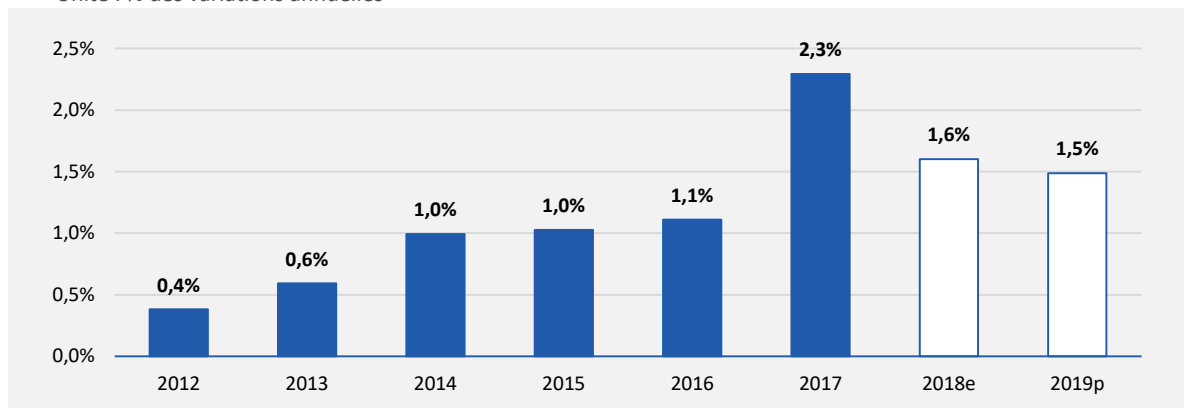
#### Pas plus de 1,5% en 2019

Après six mois très décevants bloqués à 0,2%, la croissance a modérément rebondi au 3<sup>e</sup> 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. Les quelques bonnes nouvelles viennent des entreprises avec un investissement et des exportations en hausse. Selon notre scénario, la croissance au 4<sup>e</sup> trimestre se stabiliserait à 0,4% ce qui porterait la hausse sur l'ensemble de l'année à 1,6% (après 2,3% en 2017). Dans ce cas, l'acquis pour 2019 ne sera que de 0,55%, à comparer au 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. Il va toutefois falloir passer le cap d'une croissance plus faible que prévu et de l'arrêt de certains dispositifs d'aide. La décrue du chômage sera donc relativement modeste, ce qui n'encouragera pas beaucoup les Français à se défaire de leur épargne de précaution pour consommer plus. D'autant que les effets du calendrier fiscal (défavorables en début d'année, plus favorables en fin), qui devaient placer la consommation sur orbite au second semestre et positionner 2019 sur de bons rails, vont être en partie neutralisés par une inflation plus forte que prévu et les coups de rabot du gouvernement sur les revenus d'inactivité (retraite, APL, allocations familiales). L'élan de la consommation est donc en partie contrarié et son accélération, qui devait porter la croissance en 2019, sera plus limitée qu'espéré. Elle sera néanmoins suffisante pour porter la hausse du PIB à 1,5%.

#### ■ 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)
<b>PIB</b>	1,1%	2,3%	1,6%	1,5%
<b>Consommation</b>	1,9%	1,2%	1,1%	1,5%
<b>Conso. publique</b>	1,4%	1,4%	0,9%	0,8%
<b>Investissement</b>	2,7%	4,7%	2,9%	1,9%
<b>Construction</b>	1,0%	3,7%	1,3%	0,3%
<b>Équipement</b>	6,1%	4,3%	3,5%	4,4%
<b>Importation</b>	3,1%	4,1%	1,5%	2,2%
<b>Exportations</b>	1,5%	4,7%	3,1%	2,6%

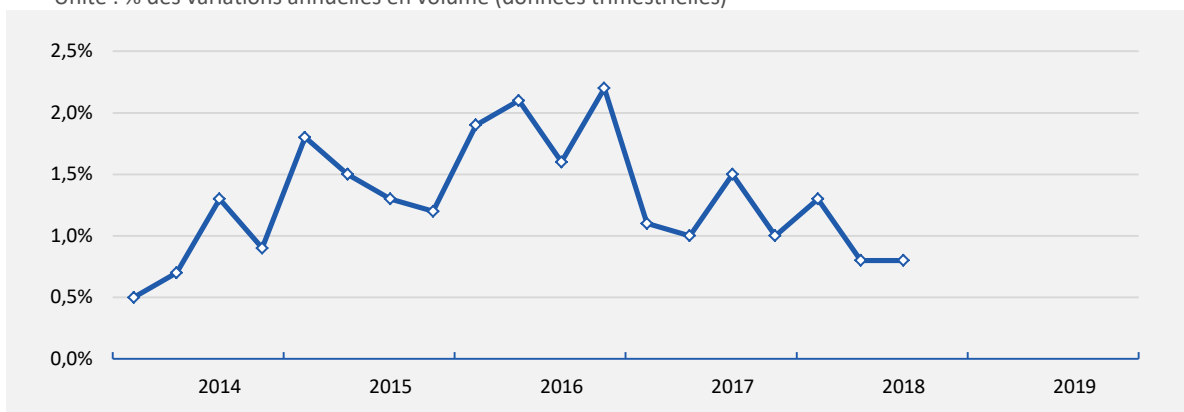
Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Xerfi

#### Croissance décevante pour la consommation des ménages

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 des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre. En revanche, à partir du second semestre, le revenu des Français a bénéficié de l'allègement de la fiscalité directe. La dynamique de la consommation, faible en début d'année, se renforcerait donc naturellement ensuite. La dynamique sera néanmoins relativement décevante par rapport aux premières anticipations. En cause, l'inflation plus forte que prévue et les nouveaux coups de rabot annoncés sur les revenus d'inactivité (retraite, APL, allocations familiales). À cela s'ajoute une inconnue : les retombées psychologiques du prélèvement à la source quand les ménages découvriront le 31 janvier 2019 leur nouveau salaire net, amputé de l'impôt sur le revenu. Même si seuls 44% des Français payent effectivement l'IR et que parmi eux 60% sont mensualisés, un trou d'air en début d'année dans les achats des ménages est probable, ce qui bridera la hausse de la consommation. Toutefois, la tendance est ascendante et après 1,1% en 2018, la demande des ménages devrait progresser de 1,5% en 2019.

#### ■ La consommation des ménages

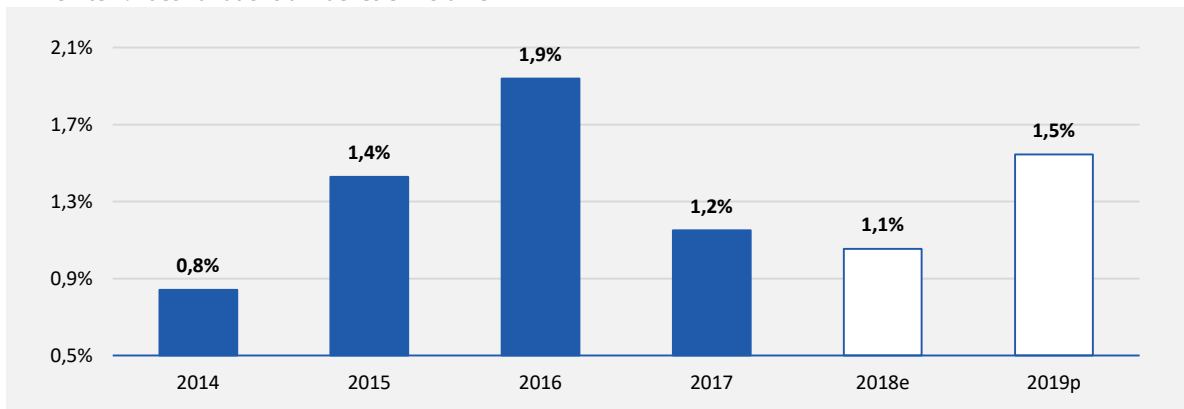
Unité : % des variations annuelles en volume (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible T3 2018

#### ■ La consommation des ménages

Unité : % des variations annuelles en volume



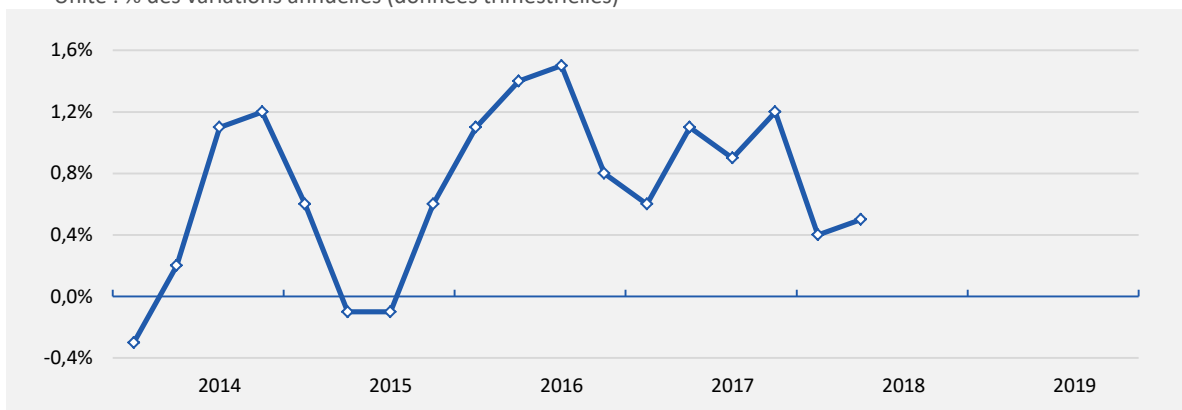
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

#### En hausse malgré les dernières décisions du gouvernement

Au T1, le pouvoir d'achat par unité de consommation, c'est-à-dire ce dont les ménages disposent réellement pour consommer plus et investir, a baissé de 0,6%. Il faut remonter à fin 2012 pour voir un recul plus prononcé. Comme en 2012, c'est l'alourdissement de la barque fiscale qui a fait chavirer le revenu des Français. L'augmentation de la CSG n'a été que partiellement compensée, au niveau global, par la baisse des cotisations sociales. Parallèlement, la hausse des revenus n'a pas été à la hauteur et le pouvoir d'achat a fini par céder. Toutefois, un rééquilibrage fiscal est en cours avec notamment la transformation de l'ISF en impôt sur la fortune immobilière (au second trimestre) puis à venir l'élargissement du crédit d'impôt pour l'emploi d'un salarié à domicile, la seconde tranche de baisse des cotisations salariales et la suppression graduelle de la taxe d'habitation. Cette séquence est néanmoins percutée de plein fouet par deux obstacles majeurs qui vont laisser des traces. Le premier, c'est le retour plus élevé que prévu de l'inflation. Pas celle qui emmène avec elle les salaires vers le haut et qui allège le fardeau de la dette, mais celle qui, importée, mange uniquement le revenu des Français. Second obstacle, la croissance s'est dérobée et le rythme des créations d'emplois a été divisé par près de trois entre 2017 et début 2018, passant de 88 600 en moyenne par trimestre à 30 000, limitant mécaniquement l'augmentation des revenus distribués. D'autant plus que les revalorisations salariales restent maigres. La fin 2018 s'annonce donc plus difficile que prévu et l'élan pour 2019 beaucoup plus faible. Et ce n'est pas fini. Il faut maintenant intégrer dans l'équation les dernières annonces du gouvernement avec des coups de rabot sur les revenus d'inactivité.

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

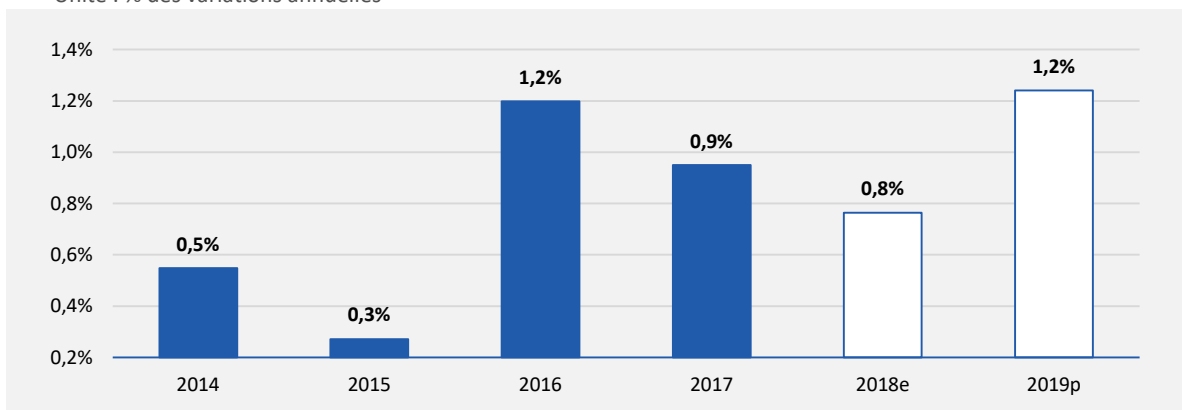
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



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 08/11/2018) / Source : Insee

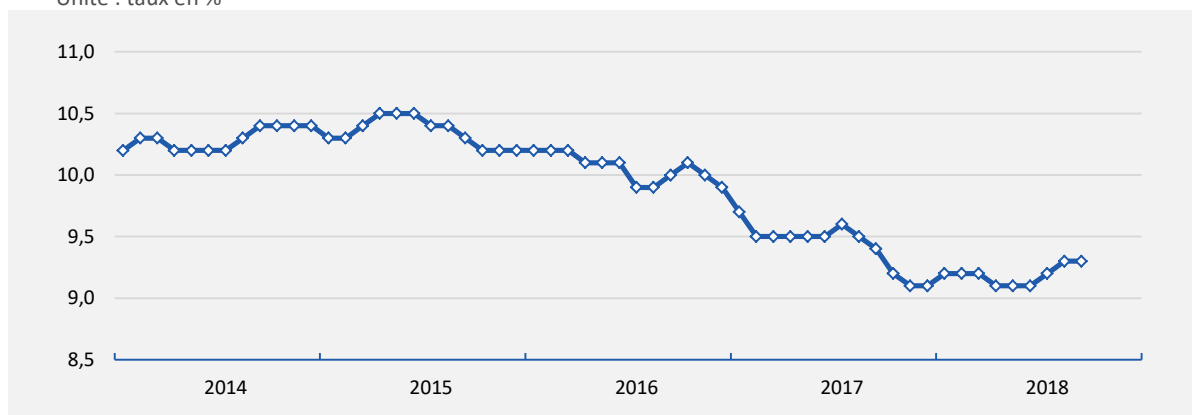


### Très lente décreue du taux de chômage

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 présage un prolongement du mouvement de hausse de l'emploi hors intérim. Surtout, le CDI fait son grand retour. Précédemment portées par les formes les 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 décreue du taux de chômage qui resterait selon notre scénario proche de 9% en moyenne en 2018 comme en 2019.

#### ■ Le taux de chômage

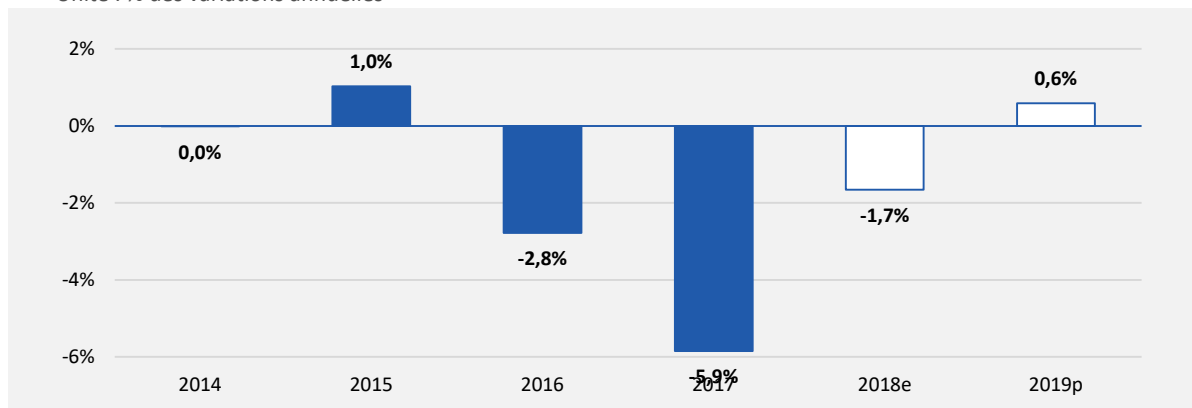
Unité : taux en %



Source : Eurostat, dernière donnée disponible 09/2018

#### ■ Le nombre de chômeurs

Unité : % des variations annuelles



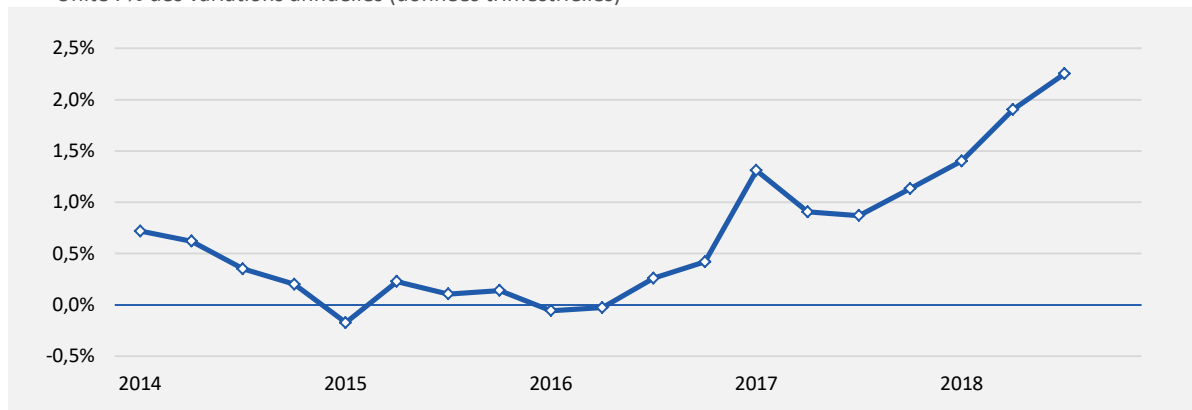
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Eurostat

### Retour de la mauvaise l'inflation

La désinflation prononcée entre la mi-2014 et la mi-2016 reflète pour l'essentiel la trajectoire des cours du pétrole en euros, divisés par deux. Leur remontée a donc naturellement renversé la tendance et positionné l'inflation sur un rythme supérieur à 2%, au plus haut depuis le printemps 2012. Ce retour de la hausse des prix ne reflète néanmoins pas le retour de tensions inflationnistes stricto sensu comme le montre l'évolution de l'inflation sous-jacente (l'indice des prix hors éléments volatils comme 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. Les pays de l'OPEP, la Russie et même désormais les États-Unis ont intérêt à avoir un cours du pétrole élevé. L'économie américaine a en effet tout à y gagner, compte tenu des effets d'entraînement du secteur pétrolier sur celui de l'énergie et ses retombées sur l'investissement. Cette convergence d'intérêts laisse entrevoir une nouvelle année de forte hausse avec ses conséquences en cascade. Toutefois, une nouvelle flambée du brut n'est pas l'hypothèse la plus solide, 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, son impact inflationniste reste inconnu mais le risque est bien de celui d'une accélération des prix à la consommation dans l'alimentaire début 2019. Compte tenu des effets de base, il faut donc s'attendre à une légère accélération de la hausse des prix l'an prochain qui atteindrait 1,8% en moyenne en 2018 comme en 2019.

#### ■ L'inflation

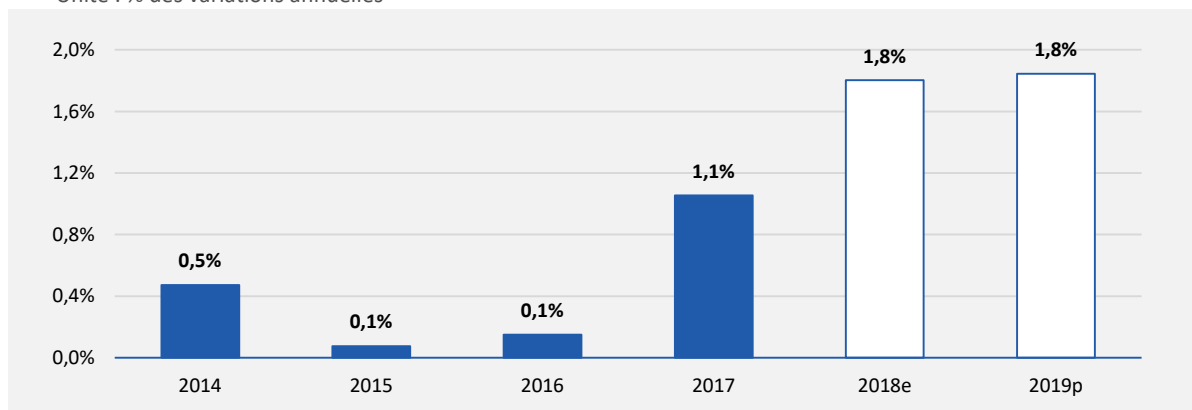
Unité : % des variations annuelles (données trimestrielles)



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

#### ■ L'inflation

Unité : % des variations annuelles



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

#### Le cycle de l'investissement n'est pas terminé

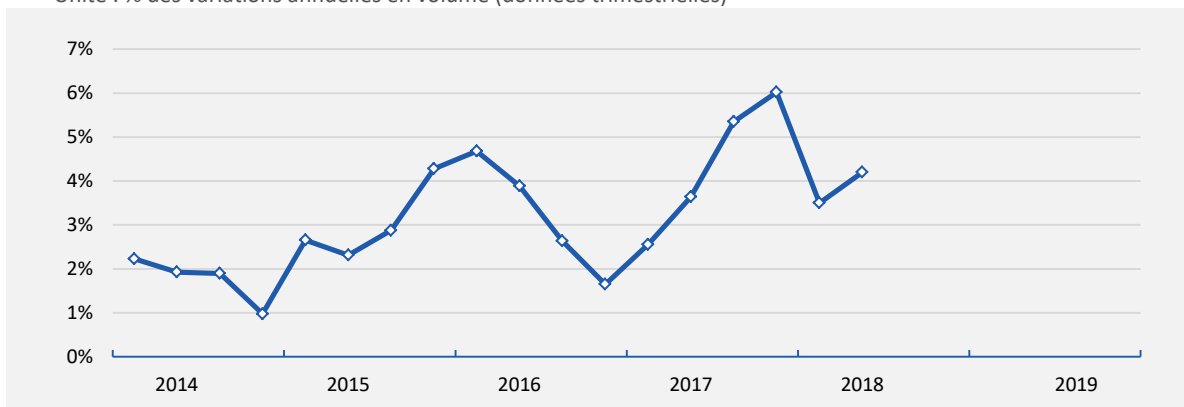
Après sa baisse de régime au 1<sup>er</sup> trimestre, l'investissement des entreprises a repris de la vigueur aux deuxième et troisième trimestres. De fait, l'investissement reste sur de bons rails et devrait continuer de progresser à un rythme soutenu en 2018 (proche de 4%). Toutes les conditions sont 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<sup>e</sup> année de hausse se profile.

#### ■ L'investissement des entreprises non financières

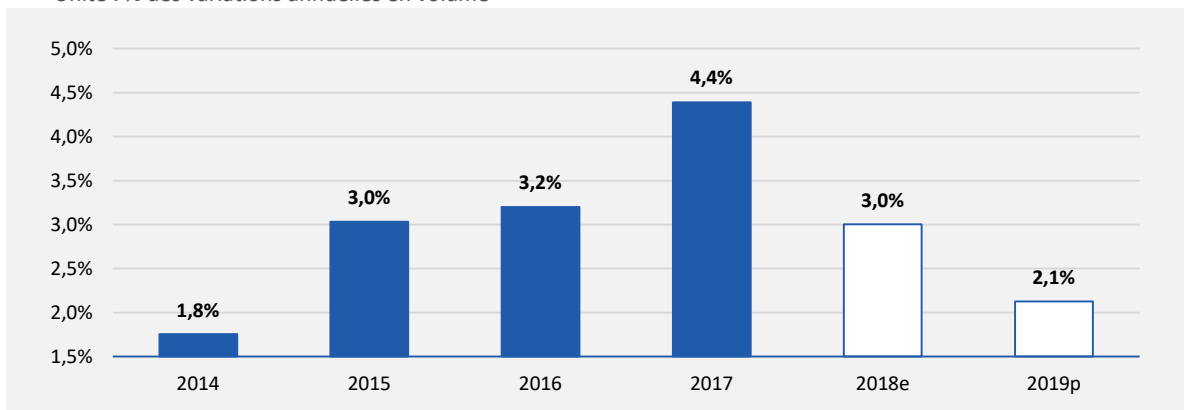
Unité : % des variations annuelles en volume (données trimestrielles)



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 08/11/2018) / Source : Insee

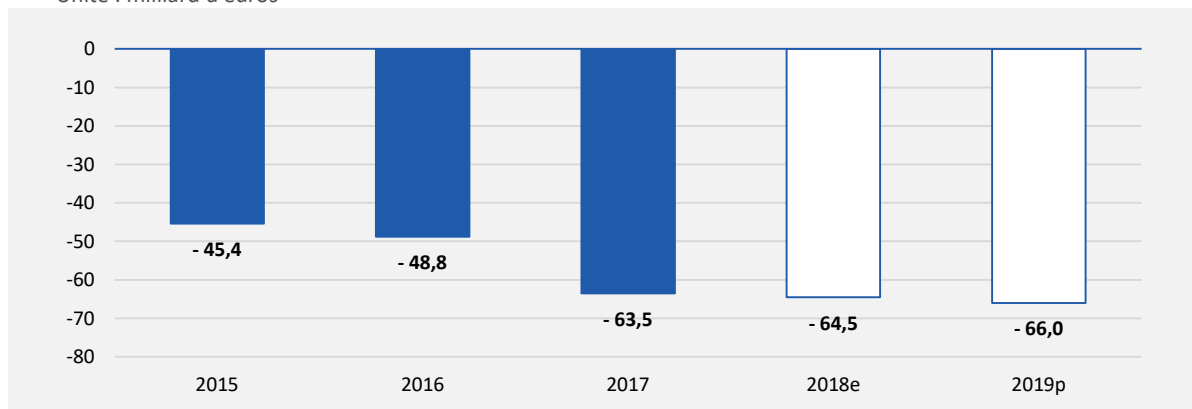
#### La facture énergétique pèse sur le solde commercial mais le déficit de l'industrie est en baisse

Le déficit commercial de la France a nettement reculé au 3<sup>e</sup> 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 sur les 9 premiers mois de 2018 laissent présager une légère hausse du déficit commercial de la France cette année (nous l'estimons à environ 65 milliards d'euros). Cette nouvelle dégradation de nos comptes extérieurs sera totalement imputable au renchérissement de la facture énergétique, alors que le solde de l'industrie manufacturière devrait s'améliorer par rapport à 2017 (d'environ 2 milliards d'euros) après deux années consécutives de nette dégradation. L'industrie manufacturière hexagonale restera certes déficitaire, c'est désormais une caractéristique structurelle de l'économie française depuis le milieu des années 2000, mais à la différence des deux exercices précédents, cette année les exportations de l'industrie française auront progressé plus vite que ses importations. Cette tendance positive du côté de l'industrie devrait se poursuivre en 2019, mais elle n'empêchera pas une nouvelle progression du déficit total due, une fois de plus, à une facture énergétique encore en hausse.

#### ■ Le solde commercial de la France

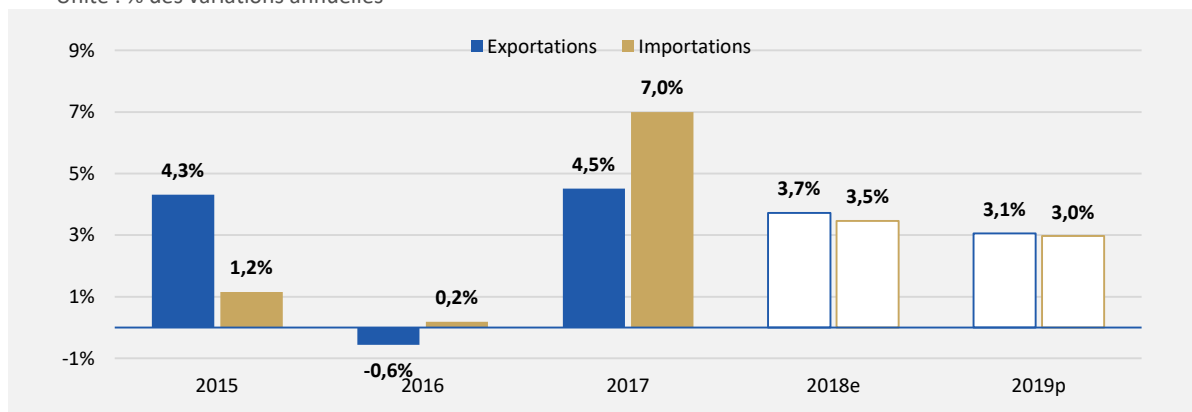
Unité : milliard d'euros



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 08/11/2018) / Source : Insee

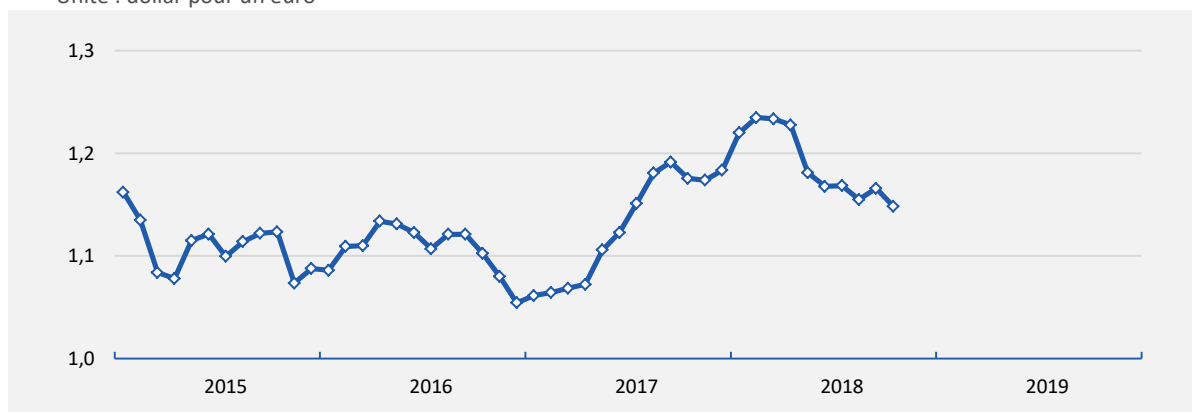
#### L'euro devrait se réapprécier vis-à-vis du dollar d'ici la fin 2019

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 1,15 dollar en moyenne sur le mois d'octobre. 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.

Néanmoins, nous ne pensons pas que cet ajustement haussier du dollar inaugure une nouvelle phase d'appréciation durable de la devise américaine. En effet, un euro autour de 1,20 dollar se justifie à moyen terme tant par le différentiel d'inflation entre les deux zones que par 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). Notre scénario est donc celui d'un taux de change qui resterait autour de 1,15 dollar pour un euro jusqu'au milieu de 2019, pour ensuite remonter vers la barre de 1,20 dollar au second semestre 2019, à fur et à mesure que l'écart de croissance et de taux d'intérêts entre les États-Unis et la zone euro se réduiront.

#### ■ Le cours euro / dollar

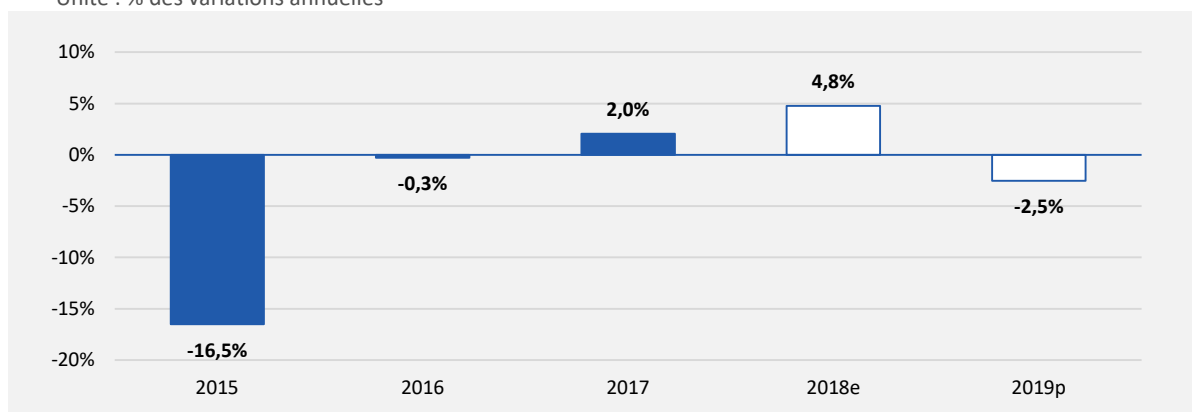
Unité : dollar pour un euro



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

#### ■ Le cours euro / dollar

Unité : % des variations annuelles



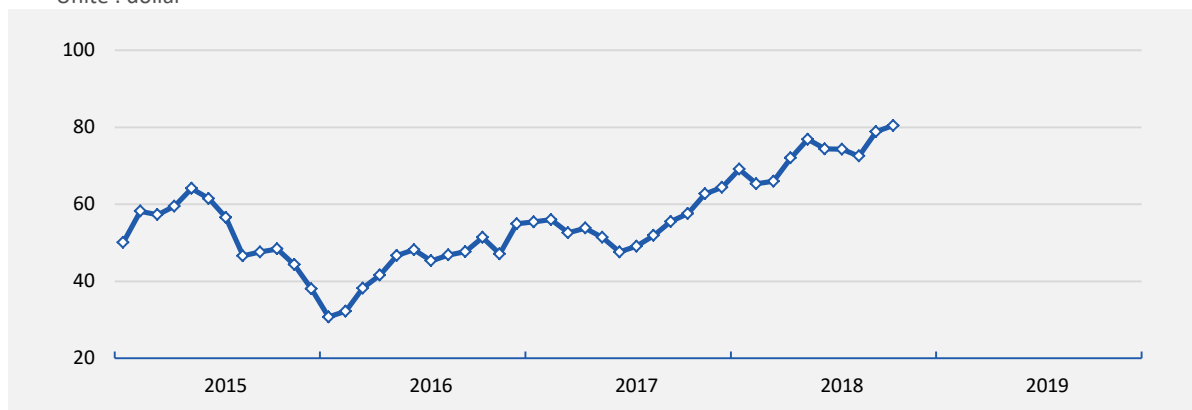
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

### Impact inflationniste du pétrole en 2018 et 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, dans un contexte de demande de plus en plus dynamique, ont contribué à rééquilibrer le marché mondial, qui était dans une situation structurelle d'excès d'offre en 2015-2016. Dans le contexte d'un marché désormais équilibré, la chute de la production vénézuélienne et la baisse des exportations iraniennes (de 2,6 millions de barils/jour en avril à 1,6 million en septembre) ont poussé le cours au-delà des 80\$ en octobre. Cependant, nous ne tablons pas sur une flambée du cours du Brent d'ici 2019. D'une part, la production américaine a augmenté de plus de 30% depuis son point bas de l'été 2016, atteignant un nouveau record historique (à 11,6 millions de barils/jour) au début de novembre. 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 probablement inférieure à celle que les marchés avaient escomptée, compte tenu des dérogations accordées par Trump à plusieurs pays importateurs de pétrole iranien au moment de l'entrée en vigueur des sanctions, le 5 novembre. Nous prévoyons donc une lente progression du prix du Brent puis une stabilisation au-dessous des 85\$ d'ici la mi-2019. Cette hausse somme toute modérée par rapport au niveau actuel se traduira néanmoins par un fort renchérissement du pétrole en moyennes annuelles (+35% en 2018 et +12% en 2019), avec un impact important sur le pouvoir d'achat des ménages dans les pays importateurs.

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

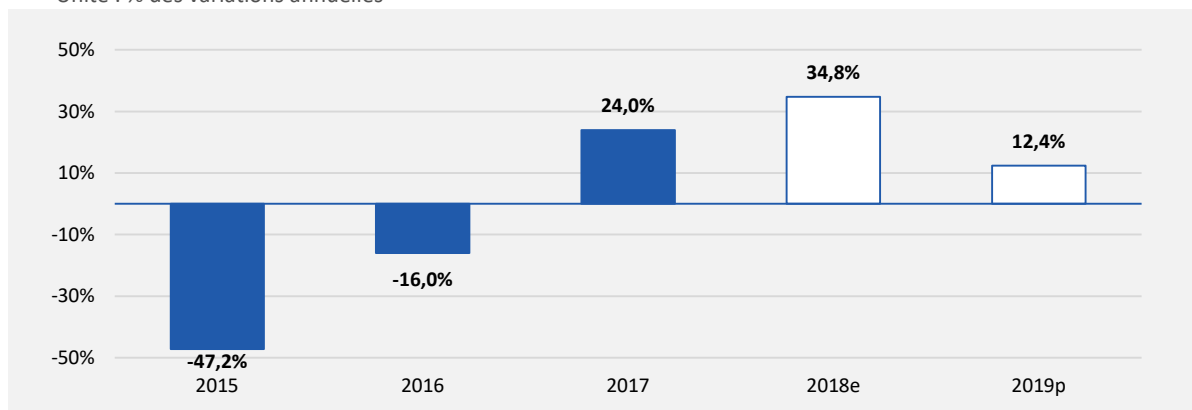
Unité : dollar



Source : Insee, dernière donnée disponible 10/2018

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

Unité : % des variations annuelles



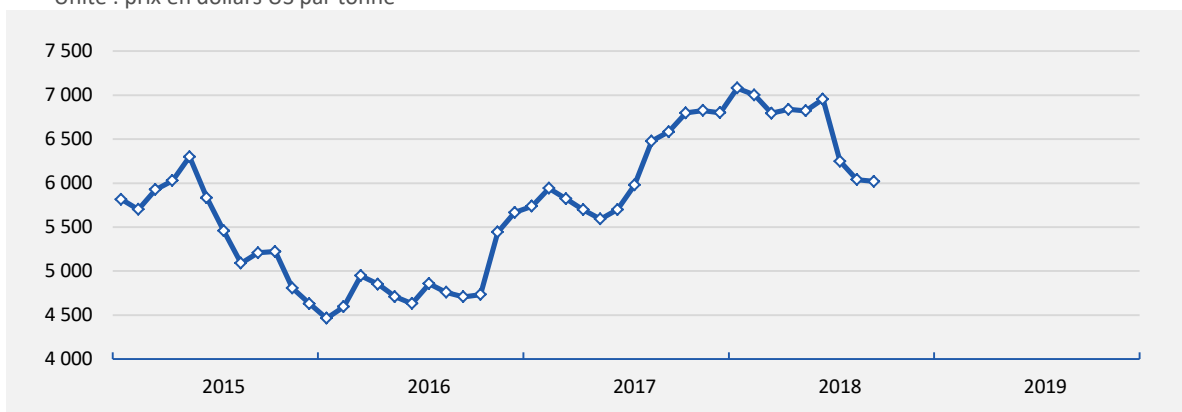
Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

### Vers une modération des cours en 2018 et en 2019

L'indice synthétique GSCI des cours des métaux a baissé de 17% entre février et octobre 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 de forte reprise semble désormais révolue. Différents facteurs expliquent l'ajustement baissier des cours des métaux industriels constaté en 2018 (depuis le début de l'année pour le cuivre, le zinc et le minerai de fer, plus tardif pour l'aluminium et le nickel) : 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 son premier excès d'offre après 8 ans consécutifs de déficits et d'érosion des stocks.

#### ■ Le cours du cuivre (Londres)

Unité : prix en dollars US par tonne



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

#### ■ Les cours des principaux métaux

Unité : dollars / tonne

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
Acier	492,9	619,3	761,8	771,9
Cuivre	4 862,8	6 162,4	6 566,8	6 753,2
Fer	58,4	71,8	69,1	66,2
Zinc	2 092,3	2 892,4	2 896,5	2 645,4
Nickel	9 591,0	10 399,2	13 306,2	13 215,1
Aluminium	1 603,4	1 967,3	2 126,4	1 983,2

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

#### ■ Les cours des principaux métaux

Unité : % des variations annuelles

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
Acier	7,1%	25,6%	23,0%	1,3%
Cuivre	-11,6%	26,7%	6,6%	2,8%
Fer	4,6%	22,8%	-3,7%	-4,1%
Zinc	8,1%	38,2%	0,1%	-8,7%
Nickel	-18,9%	8,4%	28,0%	-0,7%
Aluminium	-3,6%	22,7%	8,1%	-6,7%

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee



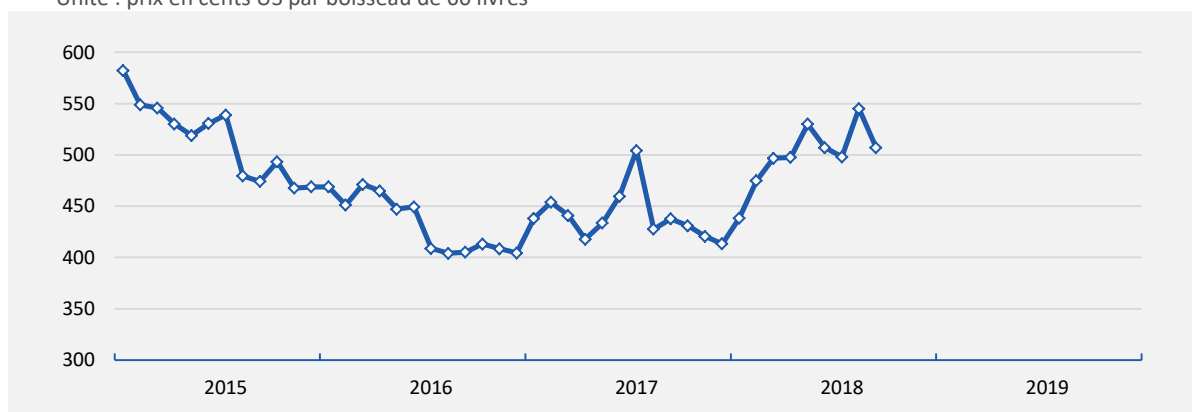
#### Hausse quasi généralisée des cours agricoles en 2018-2019

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 suivant. Les sécheresses en Argentine et 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 45% inférieur à son point haut de début 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 09/2018

#### ■ Les cours des principales matières premières agricoles

Unité : % des variations annuelles

	2016	2017	2018 (e)	2019 (p)
<b>Blé</b>	-15,9%	1,6%	<b>13,6%</b>	<b>6,9%</b>
<b>Maïs</b>	-4,9%	0,3%	<b>1,9%</b>	<b>4,3%</b>
<b>Soja</b>	3,9%	-2,5%	<b>-5,3%</b>	<b>0,7%</b>
<b>Sucre</b>	38,4%	-13,2%	<b>-25,1%</b>	<b>0,5%</b>
<b>Cacao</b>	-7,7%	-29,7%	<b>16,3%</b>	<b>4,4%</b>
<b>Café</b>	2,5%	-2,2%	<b>-17,7%</b>	<b>-2,2%</b>

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

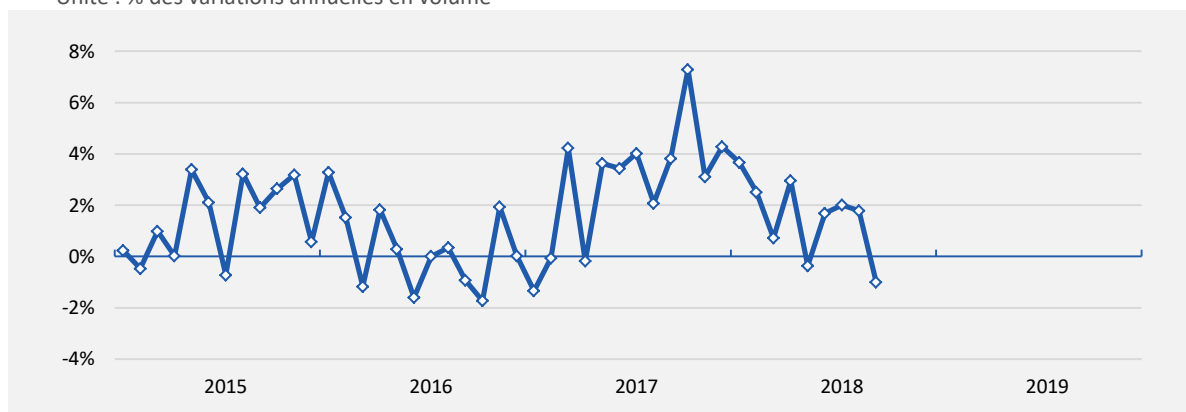
**Trou d'air confirmé en 2018, pas de franche accélération attendue en 2019**

Après la forte accélération de l'activité en 2017, l'industrie a traversé un trou d'air en début d'année. L'embellie de l'été a été éphémère, avec une sévère rechute à partir de septembre. Au final, la hausse de la production manufacturière aura plafonné à 1% en 2018. De fait, l'alignement des astres qui avait porté l'activité en 2017 s'est largement délité. Ralentissement de la demande intérieure, contexte moins porteur en Europe, remontée des cours des matières premières (pétrole et métaux) et hausse de l'euro (en moyenne annuelle) sont autant d'éléments qui ont contribué au ralentissement de l'activité

La croissance de la production restera assez stable en 2019, à +1,1%. Les incertitudes autour du Brexit et d'une potentielle guerre commerciale avec les États-Unis risquent de peser sur la demande étrangère. Cependant, certains fondamentaux resteront porteurs. Fortement mis sous tension en 2018, le pouvoir d'achat des ménages augmentera plus franchement en 2019, ce qui tirera la consommation vers le haut malgré un risque en début d'année lié au prélèvement à la source. Par ailleurs, les entreprises bénéficieront sur l'année d'une baisse des cotisations patronales couplée au versement (au titre de 2018) du CICE, ce qui pourrait notamment profiter à l'investissement (les industriels prévoient une hausse de 4% pour 2019). En revanche, la morosité de l'activité dans le bâtiment pèsera sur le secteur des matériaux de construction.

■ **La production de l'industrie manufacturière**

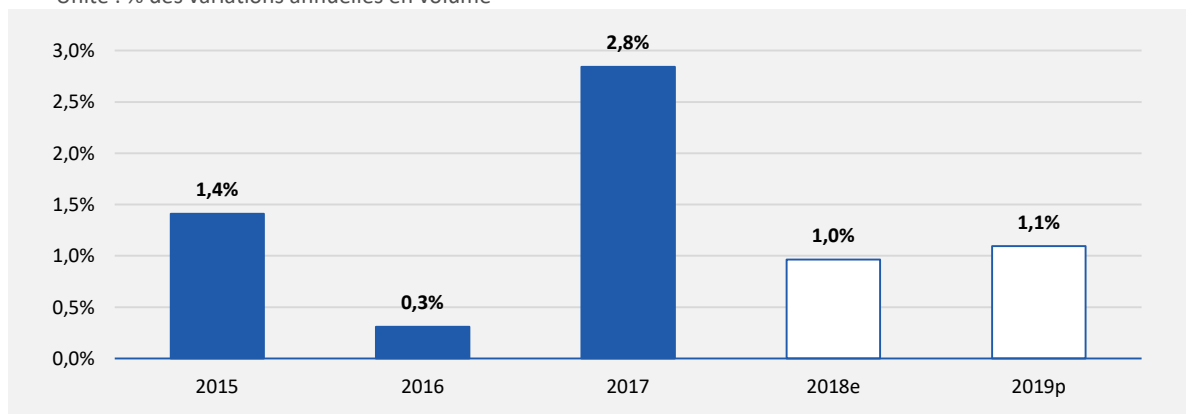
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

■ **La production de l'industrie manufacturière**

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

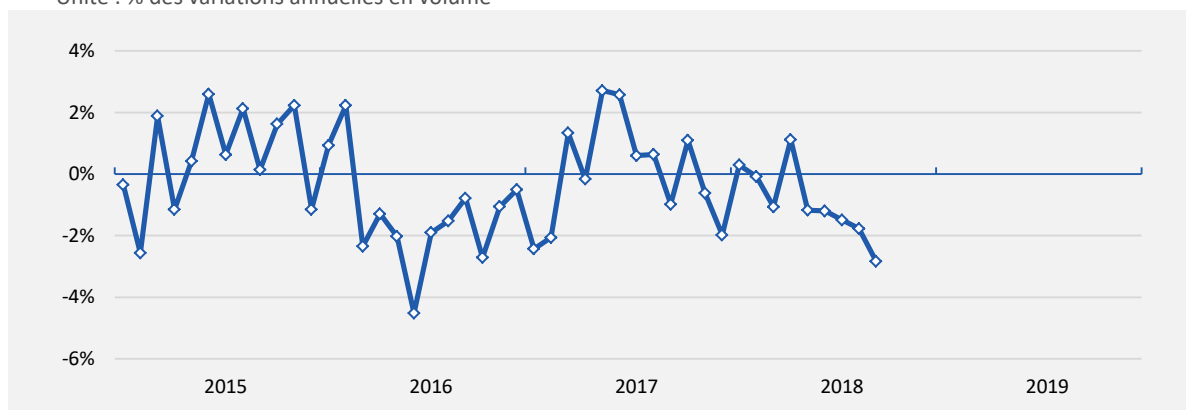
**Vers un rebond de l'activité en volume en 2019**

La production des industries alimentaires (y compris boissons) a reculé de 0,8% 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)**

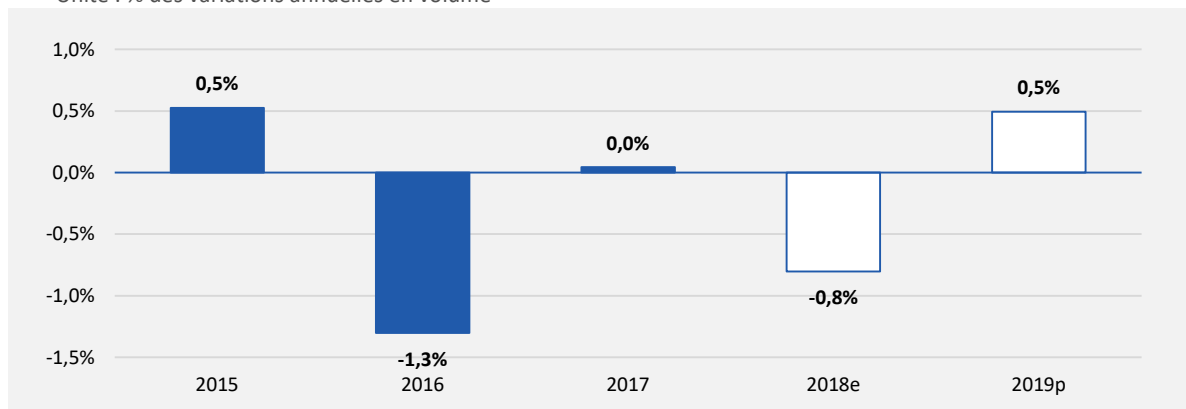
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 09/2018

**■ La production des industries alimentaires (y compris boissons)**

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

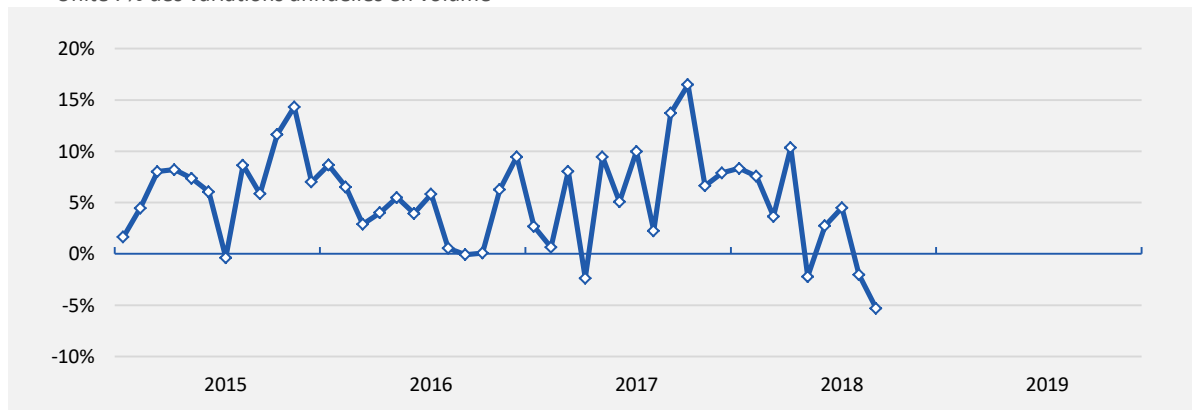
### La demande en équipements automobile plombe la croissance 2018, mais tirera celle de 2019

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 (+5,7% sur 10 mois pour les voitures particulières, +5,0% pour les utilitaires), de même que le marché européen (+2,5% sur 9 mois). Par ailleurs, les bonnes performances commerciales de Peugeot 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<sup>er</sup> 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<sup>e</sup> 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 2,2% en 2018. La demande à l'export, en particulier en Allemagne, devrait en effet regagner de la vigueur. Au final, cela se traduira par une accélération de la croissance de l'industrie automobile française en 2019 (+2,8%).

#### ■ La production de l'industrie automobile

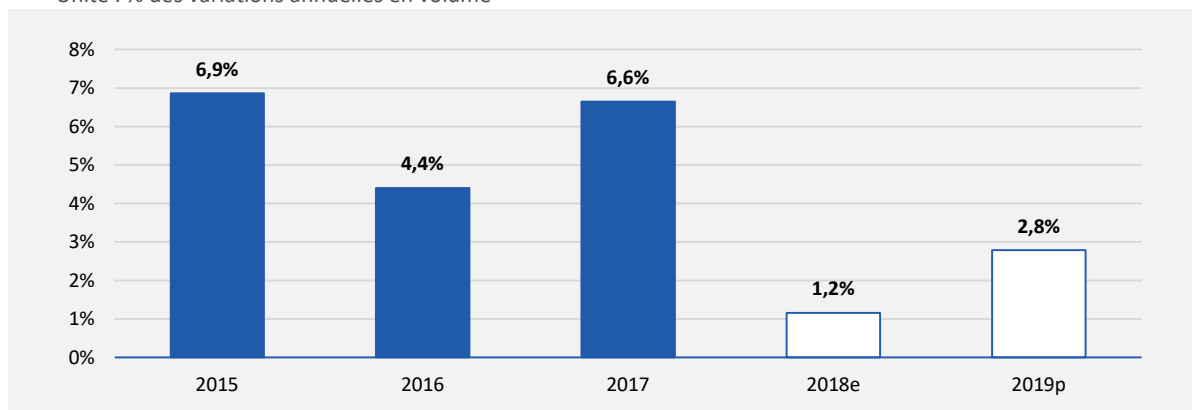
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee , dernière donnée disponible 09/2018

#### ■ La production de l'industrie automobile

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

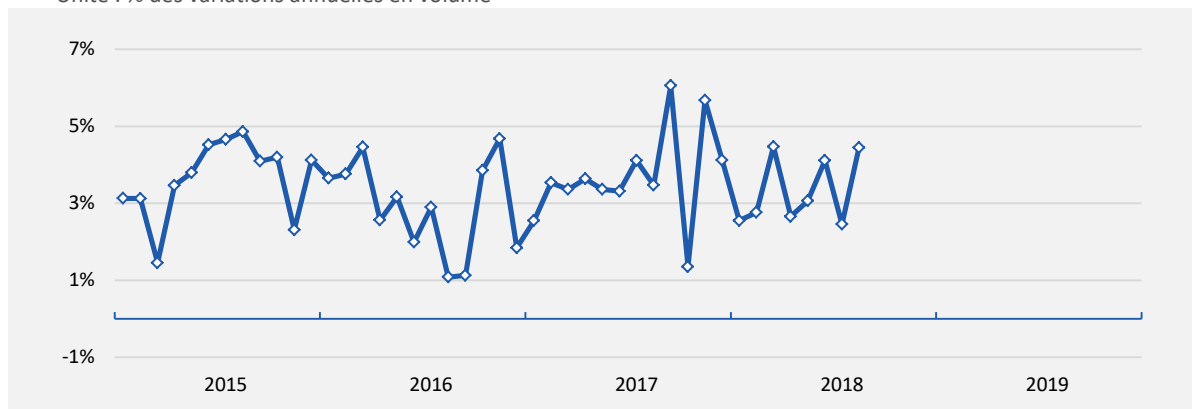
**La baisse du moral des ménages pénalisera l'activité du commerce de détail en 2019**

Malgré un début d'année difficile, le chiffre d'affaires sectoriel est finalement parvenu à maintenir un rythme de croissance soutenue cette année (+3,3% en volume à fin août). 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 depuis le début d'année et a atteint en septembre son plus bas niveau depuis 2016. Un contexte qui a incité les Français à faire des arbitrages de consommation, qui ont, pour le moment, principalement pesé sur les dépenses courantes et l'équipement de la personne.

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)**

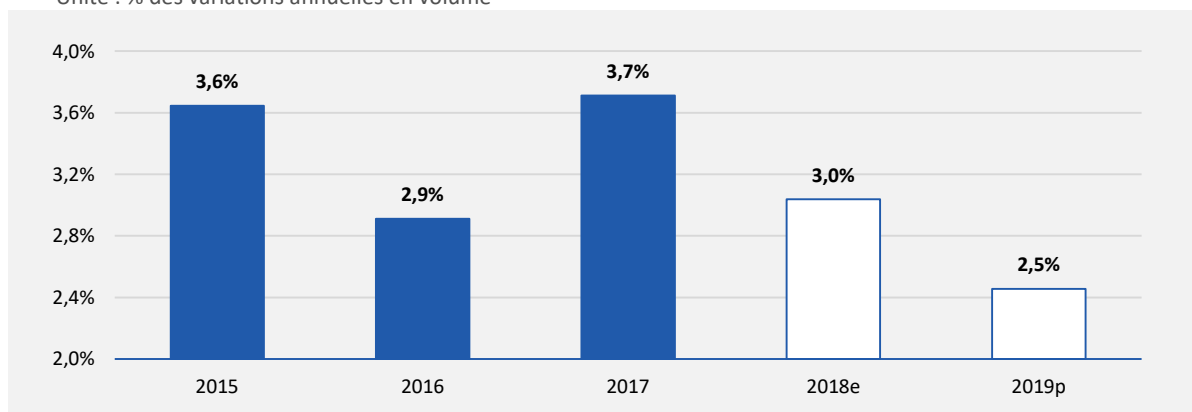
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 08/2018

**■ 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 08/11/2018) / Source : Insee

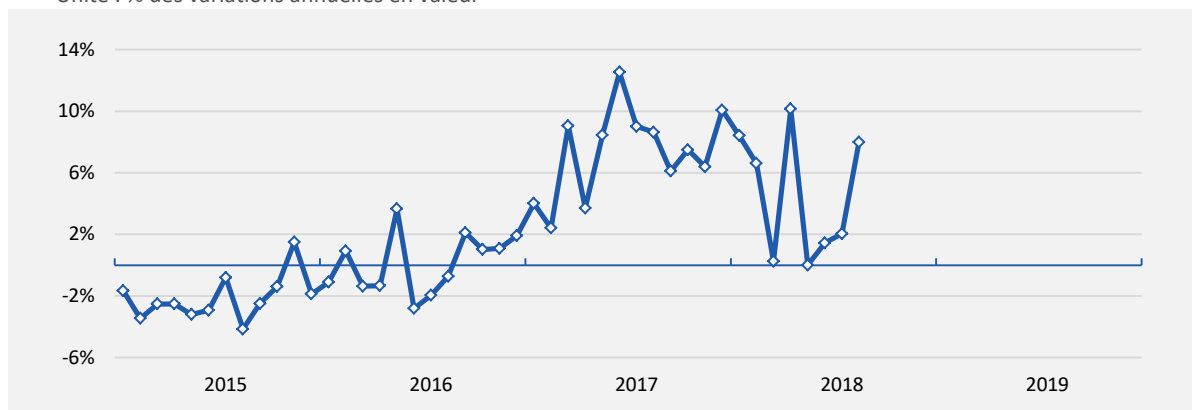
### Une faible dynamique dans la construction en 2019

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 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

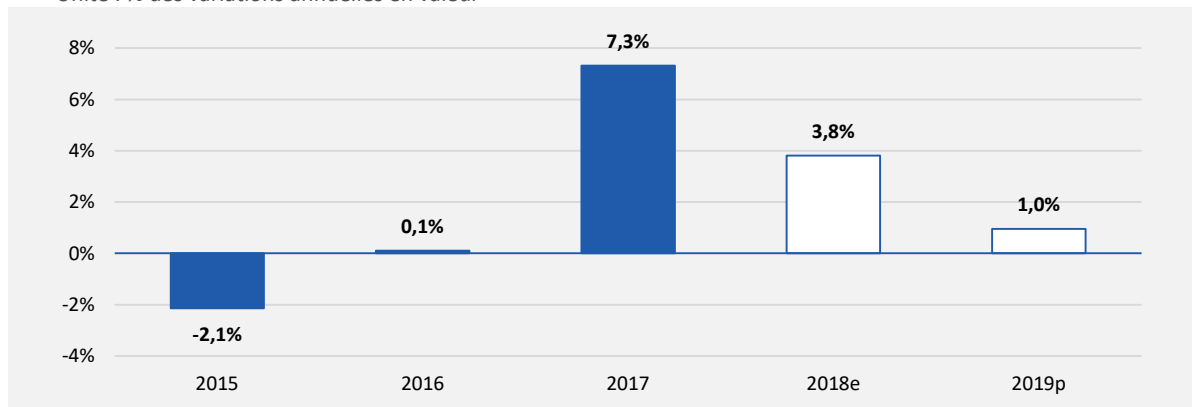
Unité : % des variations annuelles en valeur



Source : Insee, dernière donnée disponible 08/2018

#### ■ Le chiffre d'affaires de la construction

Unité : % des variations annuelles en valeur



Estimation et prévision Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Insee

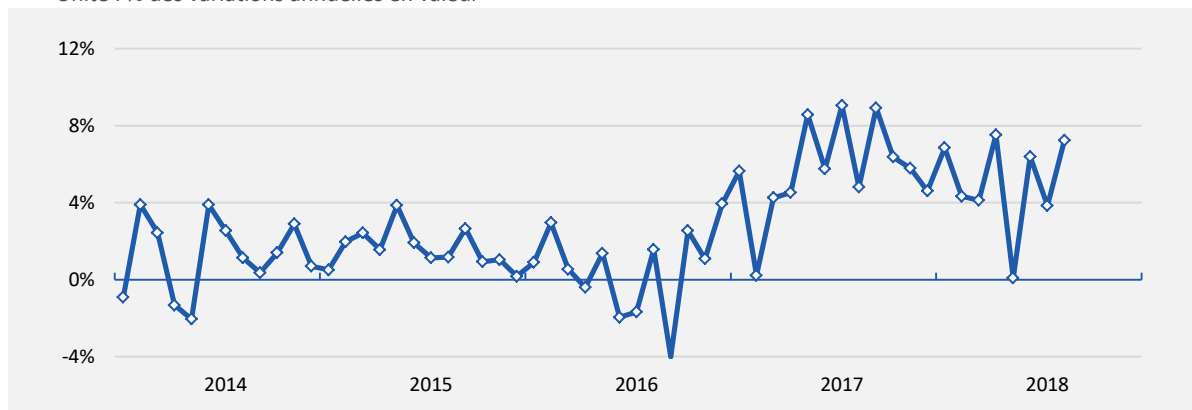
**Encore de la croissance, mais un léger ralentissement**

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.

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**

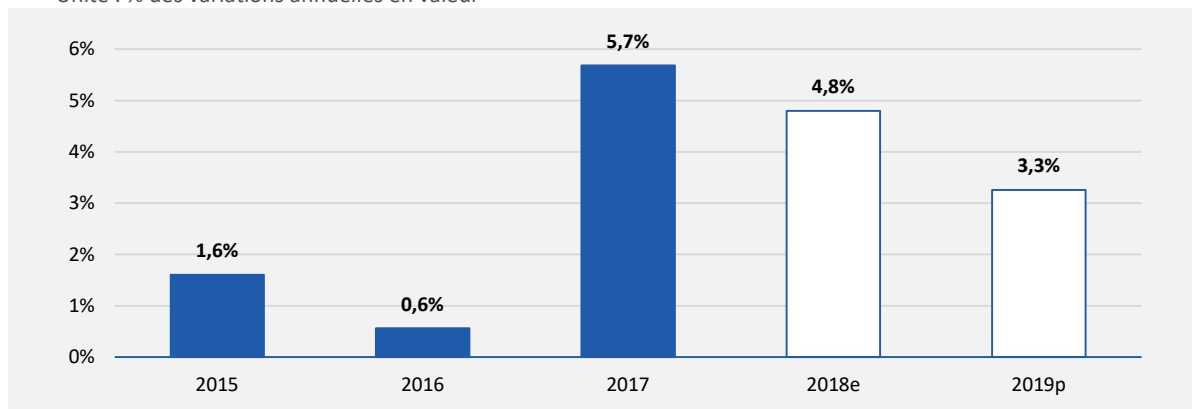
Unité : % des variations annuelles en valeur



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 08/11/2018) / Source : Insee



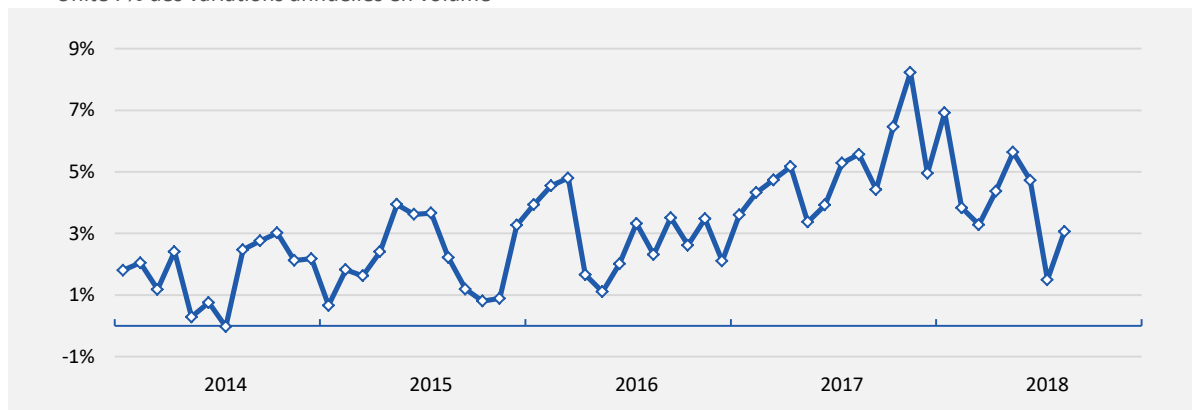
#### Encore de belles perspectives en 2019

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.

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

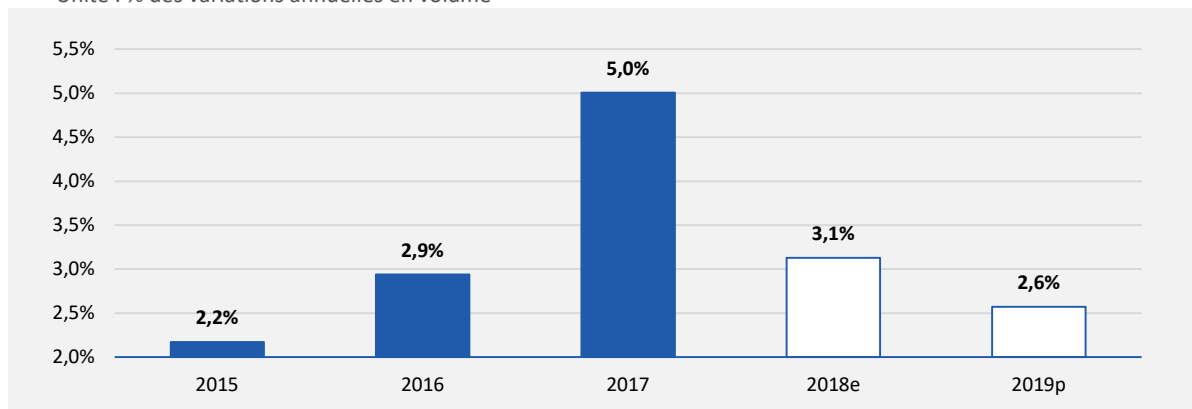
Unité : % des variations annuelles en volume



Source : Insee, dernière donnée disponible 08/2018

#### ■ 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 08/11/2018) / Source : Insee

# MONDE : CONJONCTURE ET PRÉVISIONS 2019



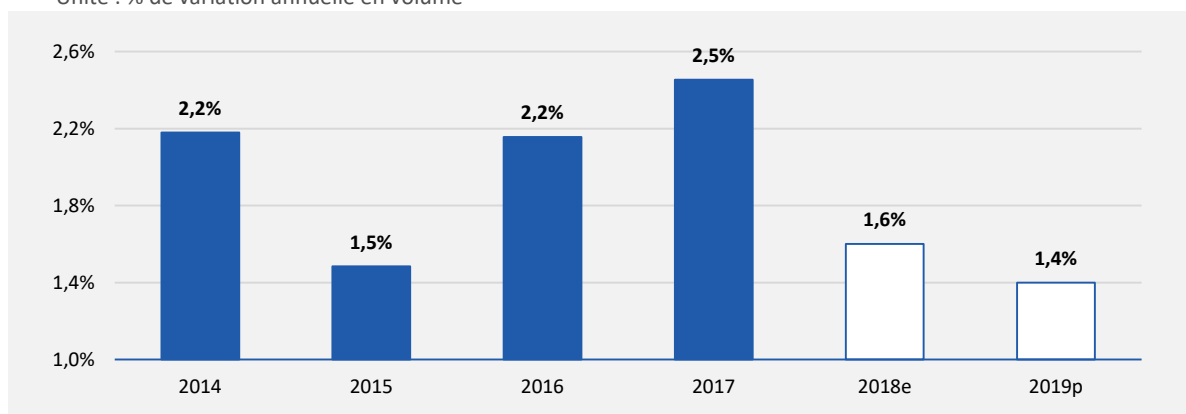
<b>3.1. LA ZONE EURO</b>	<b>46</b>
L'Allemagne	46
L'Italie	47
L'Espagne	48
<b>3.2. LE RESTE DU MONDE</b>	<b>49</b>
Le Royaume-Uni	49
Les États-Unis	50
Le Japon	51
Le Brésil	52
La Chine	53

#### Sérieuse alerte au troisième trimestre

À l'image de la zone euro dans son ensemble, l'économie allemande a vu sa croissance ralentir cette année. Sa performance au 3<sup>ème</sup> 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. Malgré la baisse du 3<sup>ème</sup> trimestre (la première depuis trois ans), la croissance devrait toujours être au rendez-vous en 2018 et en 2019, même si son rythme devrait ralentir autour de 1,4%, à l'instar d'un indice PMI (enquête auprès des directeurs d'achat) en baisse dans le secteur manufacturier depuis janvier et désormais au plus bas depuis deux ans et demi. Avec un taux de chômage à moins de 4% de la population active, le dynamisme de la demande adressée aux entreprises se traduit par une accélération (modérée) des rémunérations qui devrait permettre au pouvoir d'achat et la consommation des ménages de résister à la hausse de l'inflation.

#### ■ Le PIB de l'Allemagne

Unité : % de variation annuelle en volume



Estimation et prévision Xerfi / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

#### ■ Le scénario macro-économique pour l'Allemagne

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Deutsche Bundesbank via Feri

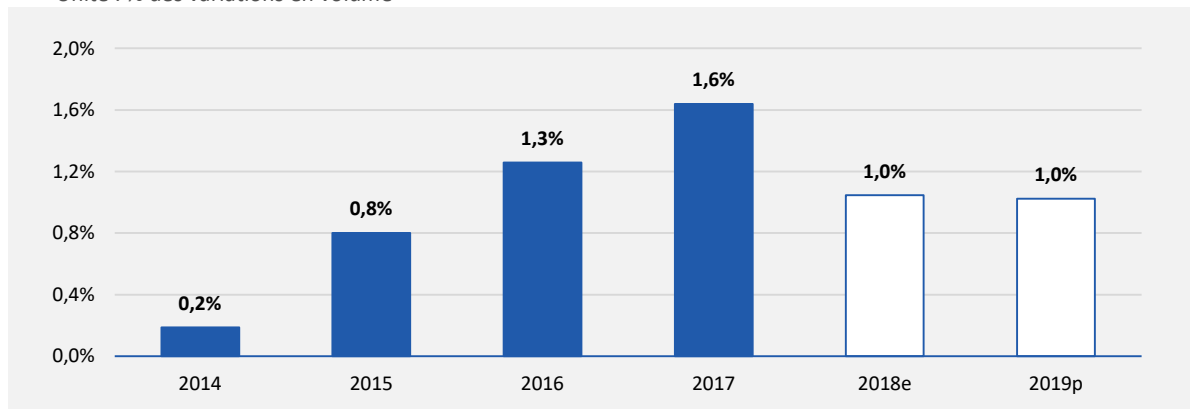
#### Les finances publiques italiennes inquiètent de nouveau les marchés

La stagnation du 3<sup>e</sup> trimestre a mis fin à la plus longue phase d'expansion de l'économie italienne depuis près de 30 ans : 14 trimestres consécutifs de hausse du PIB (de T1 2015 à T2 2018). L'atterrissage s'est progressivement concrétisé depuis le début de cette année, avec une croissance qui est passée de 0,4% par trimestre en 2017 à 0,3% au premier trimestre 2018, puis à 0,2% en T2, avant d'être nulle en T3.

La croissance annuelle devrait s'établir juste au-dessus de 1% en 2018 et en 2019, en retrait par rapport aux 1,6% de l'année dernière. La forte hausse du prix du pétrole pèsera sur le pouvoir d'achat et sur la consommation des ménages. Les exportations pâtiront quant à elles du ralentissement de la demande européenne, tandis que les investissements des entreprises seront freinés par les incertitudes politiques et économiques qui se sont renforcées après la formation, début juin, d'un gouvernement de coalition entre les deux partis eurosceptiques et populistes. Ces deux forces politiques (Ligue et le Mouvement 5 étoiles) ont signé un « contrat » de gouvernement autour de quelques points clés de leurs programmes respectifs, tels que 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, ou encore l'abaissement de l'âge de départ à la retraite. Ces mesures coûteuses seront lancées dès 2019, mais cela nécessitera un élargissement du déficit public à 2,4% du PIB, bien au-delà de l'objectif souhaité par la Commission européenne. Cette dernière a d'ailleurs rejeté, fin octobre, 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 320 points de base, un record depuis fin 2012.

#### ■ Le PIB de l'Italie

Unité : % des variations en volume



Estimation et prévision Xerfi / Source : Istat via Feri

#### ■ Le scénario macroéconomique pour l'Italie

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : Istat via Feri

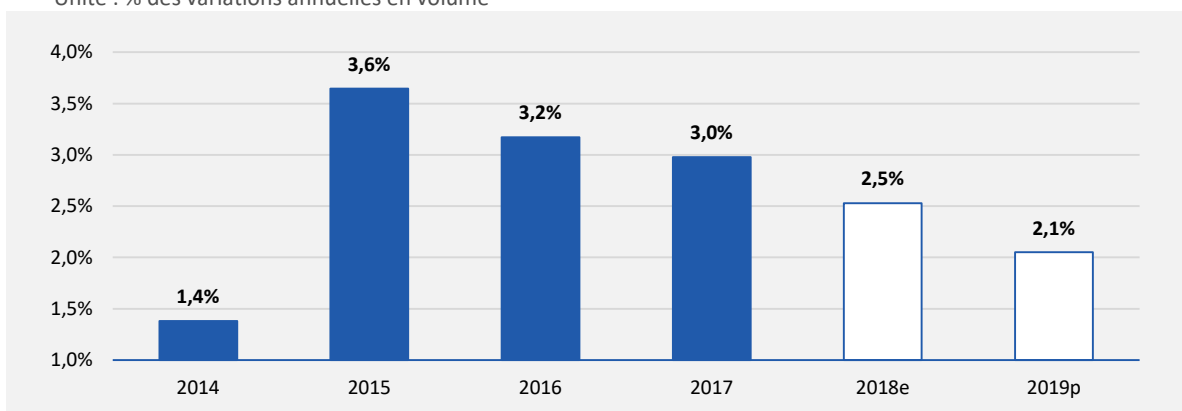
#### La locomotive de la zone euro tient bon, mais ralentira en 2019

Avec une progression du PIB de 0,6% au 3<sup>e</sup> 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 est devenue plus lente et l'inflation approche 2,5% sur un an.

Du côté politique, il est toujours difficile d'anticiper les issues possibles du processus d'indépendance de la Catalogne, commencé il y a un an avec le référendum « illégal » du 1<sup>er</sup> 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 / Source : INE via Feri

#### ■ Le scénario macroéconomique pour l'Espagne

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : INE via Feri

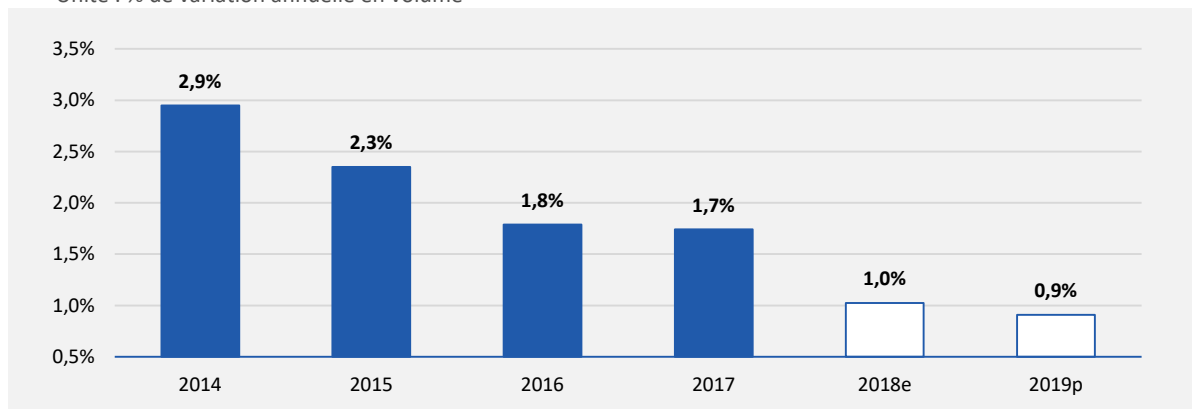
#### Croissance collée à 1% en 2018 et en 2019

La croissance au Royaume-Uni a accéléré au 2<sup>e</sup> trimestre (0,4% après 0,1% en T1). Les investissements, notamment ceux des entreprises, ont continué de reculer (bien qu'à un rythme moindre qu'au 1<sup>er</sup> trimestre), tandis que la croissance de la consommation est restée assez faible et les exportations se sont retournées fortement à la baisse. Au total, la progression du PIB a été largement due à un mouvement de stockage de la part des entreprises, qui pourrait se révéler un boulet pour la croissance au cours des prochains trimestres.

Les investissements 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 laquelle le Royaume-Uni ne sera plus un pays membre de l'UE, avec ou sans un « accord de retrait » ratifié entre les deux parties. La consommation des ménages avait quant à elle déjà nettement ralenti depuis le début de 2017, après avoir bien résisté au choc de l'annonce du Brexit au second semestre 2016. Ce ralentissement, qui sera encore plus accentué cette année, était également attendu par la plupart des économistes, car la forte dépréciation de la livre après le référendum sur le Brexit de juin 2016 a affecté tout particulièrement le pouvoir d'achat des Britanniques, en renchérissant les importations du Royaume-Uni. Dans ce contexte, nous tablons sur un fort ralentissement du PIB sur l'ensemble de cette année et en 2019, avec une croissance qui restera collée à la barre de 1%.

#### ■ Le PIB du Royaume-Uni

Unité : % de variation annuelle en volume



Estimation et prévision Xerfi / Source : ONS via Feri

#### ■ Le scénario macro-économique pour le Royaume-Uni

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : ONS via Feri

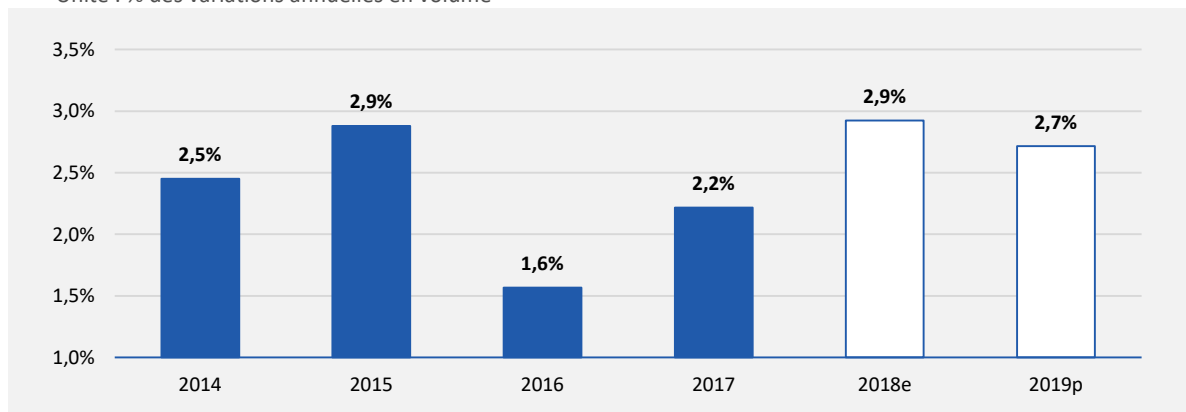
#### Les marges de manœuvre de Trump se resserrent après les élections « *midterm* »

La croissance aux États-Unis est restée très forte au 3<sup>e</sup> trimestre, atteignant 3,6% 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 soutenu que la zone euro. S'appuyant sur une contribution équilibrée la consommation des ménages et des investissements (mais aussi sur un creusement du déficit public, qui dépassera 4% du PIB cette année), le PIB américain devrait atteindre, d'après nos prévisions, une croissance proche de 3% cette année, avant de ralentir légèrement en 2019. Nous ne voyons toujours pas de signaux de retournement de tendance, ni même de surchauffe, de l'autre côté l'Atlantique. Bien au contraire, plusieurs facteurs laissent présager pour les prochains trimestres une prolongation du cycle d'expansion actuel.

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, bien que l'introduction de taxes sur les importations d'acier et d'aluminium début mars commence à inquiéter le milieu des affaires, qui craint la mise en place de mesures de représailles de la part des pays visés par les mesures protectionnistes. 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 Etats-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi / Source : BEA via Feri

#### ■ Le scénario macro-économique pour les Etats-Unis

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : BEA via Feri



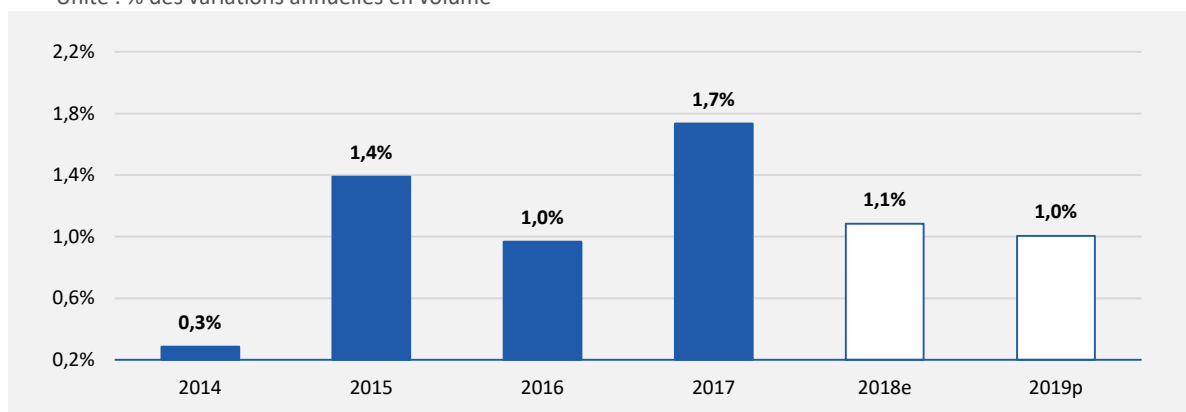
#### L'économie japonaise demeure performante

L'économie japonaise a rebondi au 2<sup>e</sup> trimestre, affichant une hausse de PIB de 0,7% après un recul de 0,2% en T1. Les nets rebonds de la consommation des ménages et des investissements, après un premier trimestre catastrophique en raison notamment d'une très mauvaise météo, ont contribué à ramener la croissance sur un sentier plus proche de celui de l'année dernière. L'année 2017 avait en effet été caractérisée par une croissance assez 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 1,1% en 2018 et à 1% 2019, des rythmes plus modérés 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 / Source : ESRI via Feri

#### ■ Le scénario macro-économique pour le Japon

Unité : % des variations annuelles en volume

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

Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : ESRI via Feri

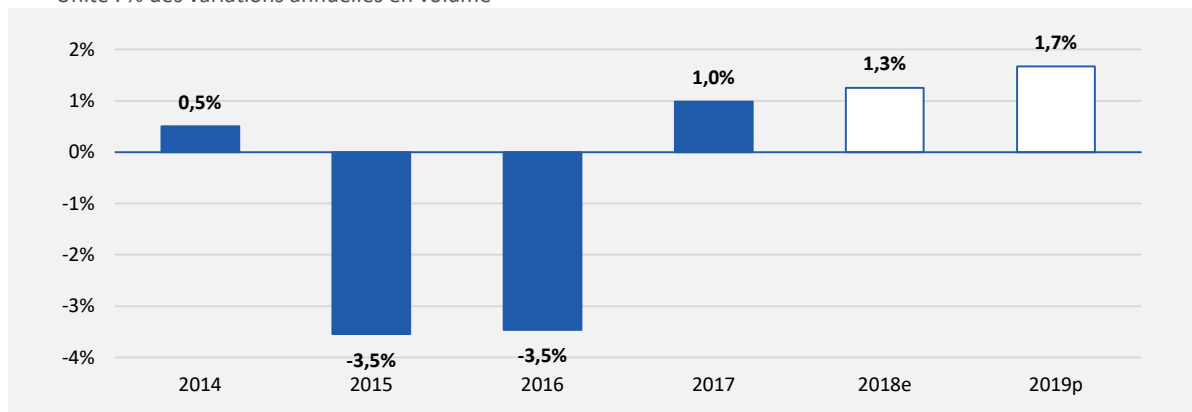
#### Reprise très compliquée sur fond de bouleversement politique

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 peine à décoller, avec une croissance qui est retombée à 0,1% puis 0,2% par trimestre en 2018, tandis que l'inflation a ré-accélééré jusqu'à atteindre 4,5% sur un an en juillet. 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 demeurent le principal moteur de la reprise, bénéficiant du dynamisme de la demande mondiale et de la hausse des cours du pétrole (ce dernier représente près de 10% des exportations brésiliennes en valeur). La demande domestique, en revanche, peine à redémarrer, car la récession et la forte inflation de 2015-2016 ont terrassé la classe moyenne brésilienne, faisant basculer une partie de la population sous le seuil de pauvreté, tandis que le niveau élevé des taux d'intérêt réels décourage 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 très 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 au Brésil – vont très probablement s'aggraver.

#### ■ Le PIB du Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume



Estimation et prévision Xerfi / Source : IBGE via Feri

#### ■ Le scénario macroéconomique pour le Brésil

Unité : % des variations annuelles en volume

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

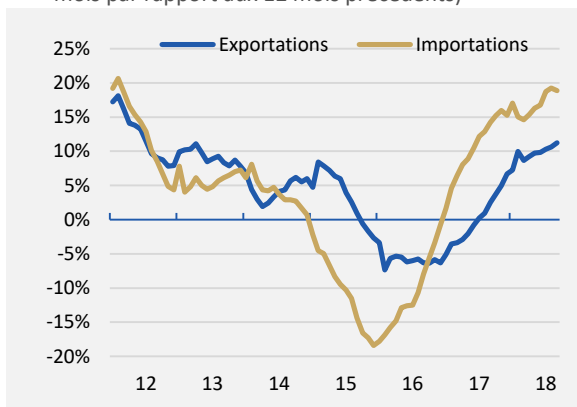
Estimations et prévisions Xerfi (dernière mise à jour le 08/11/2018) / Source : IBGE via Feri

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

À en croire les chiffres officiels tout va bien en Chine. La croissance reste forte et toujours conforme aux prévisions officielles. Pourtant, l'économie chinoise présente trois facteurs de fragilité qui peuvent compromettre sa croissance future : 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, qui plus est dans un contexte de tensions commerciales croissantes avec les États-Unis, sous l'effet d'une croissance plus rapide des salaires que de la productivité. Le plafonnement des parts des marchés à l'exportation témoigne bien 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

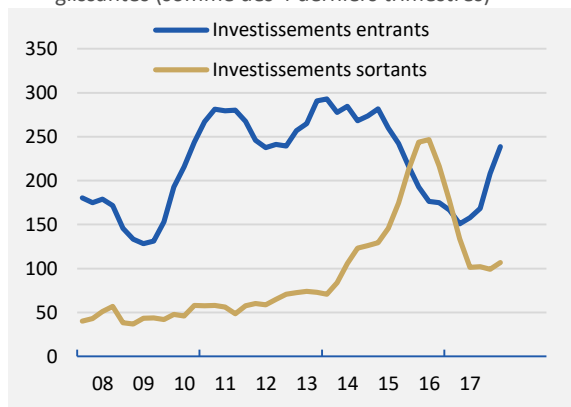
Unité : variation en % (moyenne des 12 derniers mois par rapport aux 12 mois précédents)



Source : General Administration of Customs of the People's Republic of China (dernière donnée : 09/2018)

#### ■ Investissements directs étrangers

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



Source : State Administration of Foreign Exchange (dernière donnée 2<sup>e</sup> trimestre 2018)

#### ■ Réserves de change en devises de la Chine

Unité : milliard de dollars



Source : Banque pop. Chine (dernière donnée 09/2018)

#### ■ Taux de change Yuan / Dollar

Unité : yuans pour un dollar (échelle inversée)



Source : Feri (dernière donnée 10/2018)