

Développements Internationaux



Pétrole et matières premières

Le marché physique resterait déficitaire en 2018

Au premier trimestre 2018, le cours du Brent a oscillé autour de 67 \$ le baril, une moyenne en hausse de 9 % par rapport au quatrième trimestre 2017. L'offre a légèrement rebondi, essentiellement du fait de la hausse de la production aux États-Unis. La demande a accéléré, principalement du fait des pays émergents et des États-Unis. Au total, le marché physique est resté déficitaire selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE). En conséquence, les stocks se sont de nouveau réduits.

Durant l'année 2018, l'offre demeurerait inférieure à la demande de pétrole. Les stocks continueraient de diminuer mais resteraient à un niveau relativement élevé. L'hypothèse conventionnelle retenue est celle d'un cours du pétrole stabilisé autour de 80 \$.

La demande poursuivrait sa hausse, à un rythme soutenu, principalement portée par la Chine, les autres pays émergents et les États-Unis. La production des pays de l'OPEP serait quasi stable et l'offre américaine s'élèverait, stimulée par un prix du baril de Brent en hausse. Cependant, plusieurs aléas entourent cette prévision et pourraient exercer des pressions sur les prix : l'intensité de la reprise de la production non conventionnelle aux États-Unis, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, ainsi que le respect plus ou moins strict de l'accord de réduction de l'OPEP (dont sont exemptés la Libye et le Nigéria).

Au premier trimestre 2018, les prix des matières premières en euros ont été en moyenne proches de leur niveau du quatrième trimestre 2017 (+1,4 %).

Au premier trimestre, le cours moyen du Brent s'est établi à 67 \$ le baril

Au premier trimestre 2018, avec l'accord en vigueur de réduction de la production des pays de l'OPEP, le cours du pétrole s'est établi à 67 \$ le baril de Brent en moyenne (*graphique 1*), en hausse de 9 % par rapport au quatrième trimestre 2017 (62 \$) et de 23 % par rapport au premier trimestre 2017 (55 \$). Les stocks de brut se sont de nouveau réduits, exerçant une pression à la hausse sur les cours. À l'horizon de la prévision, le cours du pétrole est conventionnellement figé à 80 \$.

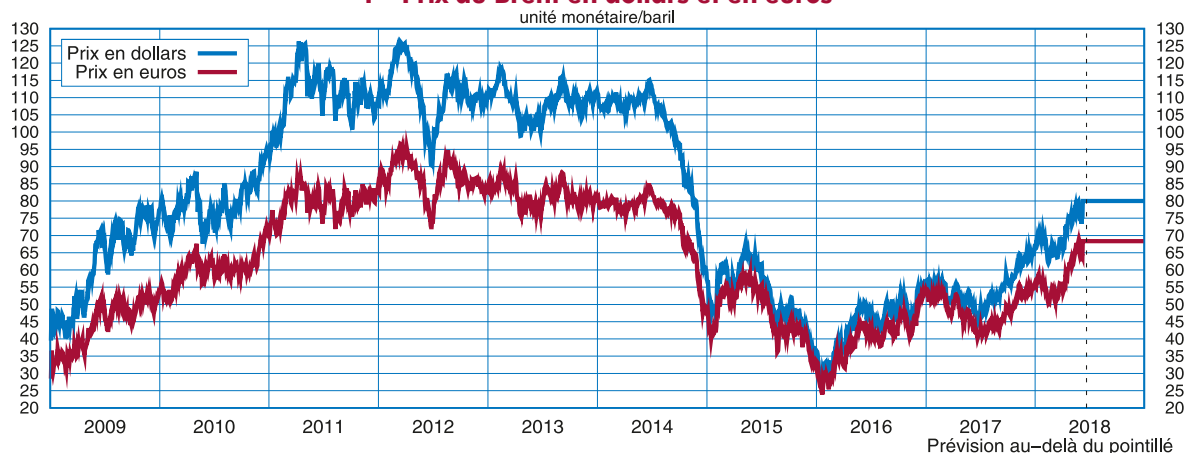
D'ici la fin de l'année 2018, la demande accélérerait

Après un quatrième trimestre 2017 quasiment stable, la demande mondiale a accéléré au premier trimestre 2018. Chine exceptée, la demande des pays hors OCDE a rebondi, notamment en Inde et au Moyen-Orient, et la demande américaine a été soutenue par des températures particulièrement basses.

Sur le reste de l'année 2018, la demande resterait dynamique, portée par les pays hors OCDE, dont la Chine. Elle ralentirait du fait des États-Unis au troisième trimestre puis accélérerait en fin d'année, soutenue par la demande en hausse des pays européens membres de l'OCDE.

Au total sur l'année 2018, la demande atteindrait 99,3 Mbpj (millions de barils par jour), en augmentation de 1,3 Mbpj, après +1,1 Mbpj en 2017 et +1,4 Mbpj en 2016.

1 - Prix du Brent en dollars et en euros



Source : Commodity Research Bureau, DataInsight

Développements internationaux

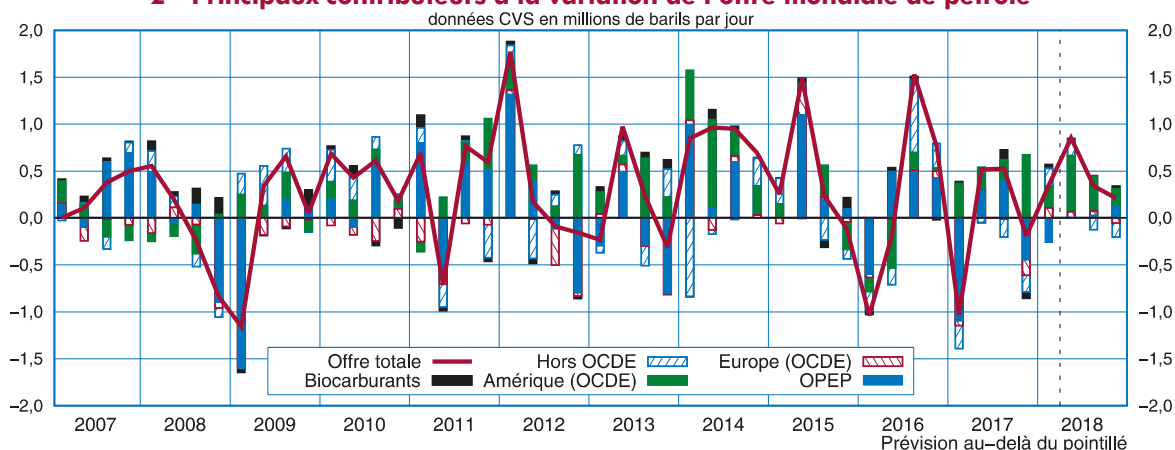
L'offre serait en hausse au premier semestre 2018

Au premier trimestre 2018, l'offre mondiale n'a que légèrement augmenté, essentiellement du fait du repli de la production dans les pays de l'OPEP (*graphique 2*) : la production vénézuélienne a chuté de 0,2 Mbpj au premier trimestre. L'Arabie Saoudite a abaissé sa production à un niveau bien en dessous du seuil de production défini par l'OPEP. L'Irak a stabilisé la sienne, à un niveau encore au-dessus du seuil prévu par l'accord. Le Nigeria, exempté par l'accord, a augmenté sa production. Les productions libyenne et iranienne se sont stabilisées. La Russie, également engagée par l'accord avec l'OPEP, a légèrement augmenté sa production, mais reste proche de l'objectif prévu. Aux États-Unis, la production a augmenté au premier trimestre et le nombre de forages de nouveaux puits a accéléré, atteignant en avril son plus haut niveau depuis mars 2015 (*graphique 3*).

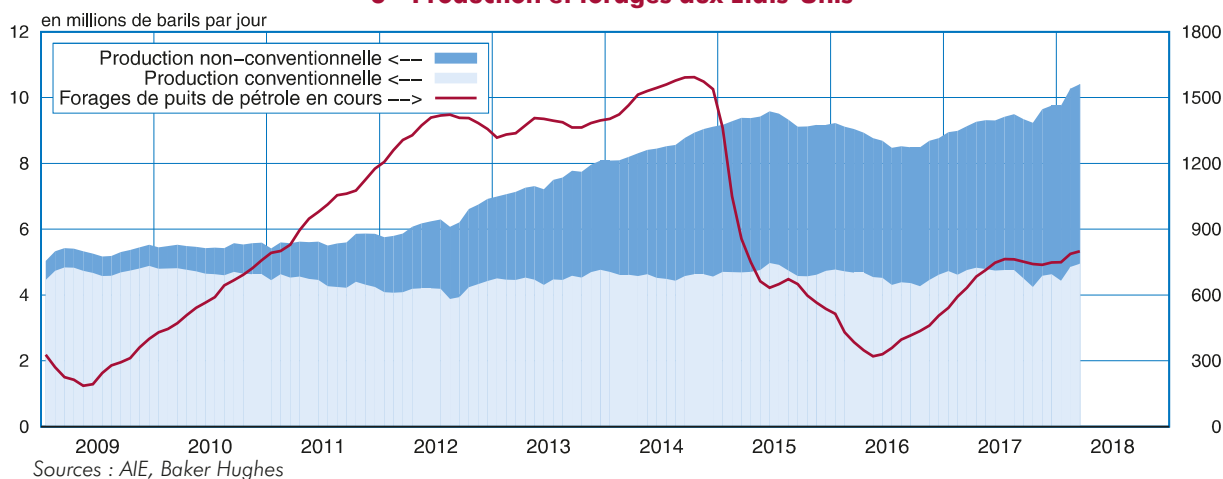
Dès le deuxième trimestre 2018, la production de l'OPEP se stabiliserait. La production libyenne continuerait de progresser, tout comme celle du Nigeria. Les productions irakienne et iranienne seraient quasi stables. La production vénézuélienne chuterait de nouveau. L'Arabie Saoudite poursuivrait son effort de réduction de la production. La hausse du nombre de forages en 2017 se traduirait par un redémarrage conséquent de la production non conventionnelle aux États-Unis, que prévoient à la fois le département de l'énergie américain et l'AIE. Néanmoins, l'ampleur de cette reprise potentielle constitue un aléa sur le cours du Brent.

Au total, la production mondiale serait en hausse (à 98,9 Mbpj en moyenne en 2018 après 97,4 Mbpj en 2017) à l'horizon de la prévision, une progression moindre que celle de la demande et qui accentuerait donc le léger déficit du marché physique (*graphique 4*).

2 - Principaux contributeurs à la variation de l'offre mondiale de pétrole



3 - Production et forages aux États-Unis



Le niveau des stocks se réduit, mais reste élevé

Les stocks de pétrole brut aux États-Unis ont diminué au cours des quatre derniers trimestres, pour atteindre 428 millions de barils en avril 2018, selon les données du département de l'énergie américain. À un niveau bien inférieur à celui de décembre 2015, ils restent cependant au-dessus (+22 %) de la moyenne 2011-2014, avant la « révolution » du pétrole de schiste. Les pressions haussières sur les cours pourraient donc être contenues par un recours à ces réserves commerciales.

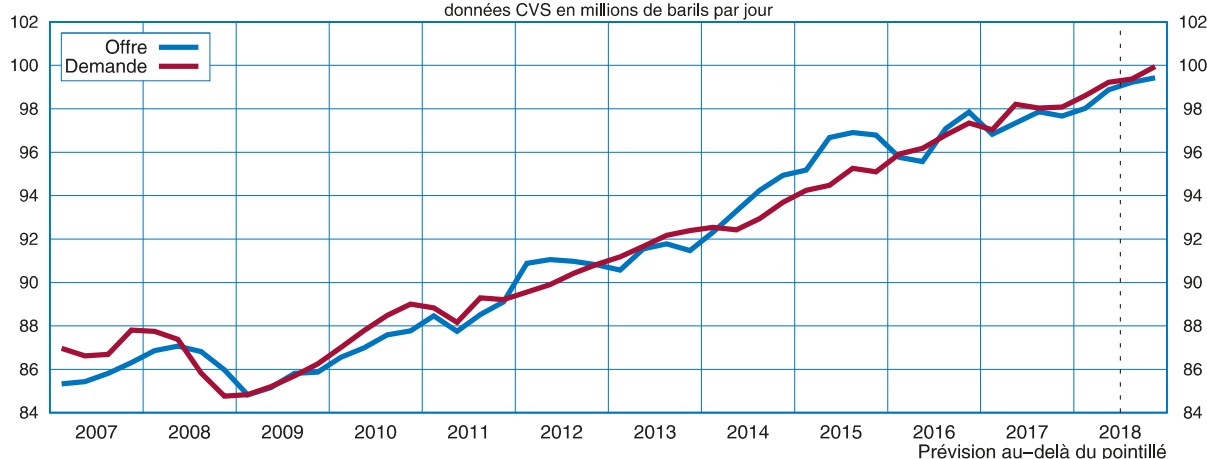
Les prix des matières premières augmentent légèrement

Au premier trimestre 2018, les prix de l'ensemble des matières premières exprimés en euros ont légèrement augmenté (+1,4 %, *graphique 5*). Les

cours des céréales ont augmenté au premier trimestre (+2,7 %), tout comme ceux des matières premières agricoles (+3,6 %), des fibres textiles (+6,8 %) et des matières premières industrielles (+3,2 %). Cependant, les prix des matières premières industrielles ont chuté en mars 2018 (-3,2 %), dans le contexte de la mise en place par les États-Unis de taxes douanières à l'importation sur l'aluminium et l'acier. Ces droits de douane exercent également une pression négative sur la demande d'autres métaux utilisés avec l'acier et l'aluminium dans différents alliages. ■

4 - Marché mondial du pétrole

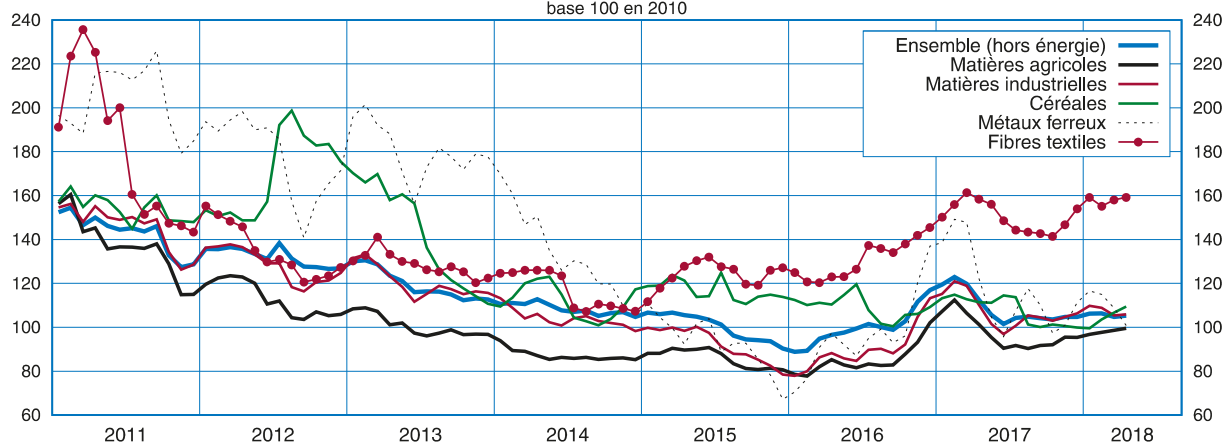
données CVS en millions de barils par jour



Sources : AIE, Insee

5 - Indices des prix des matières premières en euros

base 100 en 2010



Source : HWWI

Marchés financiers

Les marchés financiers résistent à la montée des incertitudes

La Réserve fédérale (Fed) américaine poursuit la normalisation de sa politique monétaire, tandis que la Banque Centrale Européenne (BCE) s'engage très progressivement dans le même mouvement. La Fed a ainsi de nouveau augmenté son taux directeur en mars 2018 et devrait procéder à deux ou trois nouvelles hausses en 2018, confortée par une inflation américaine proche de la cible de 2 % et par un marché du travail toujours très dynamique. La BCE prolonge quant à elle son assouplissement quantitatif jusqu'en septembre 2018 au moins, même si elle a diminué de moitié ses achats d'actifs depuis janvier 2018, et maintient une communication prudente sur la future normalisation de sa politique monétaire.

Le crédit continue de progresser dans l'ensemble de la zone euro et d'excéder les anticipations, avec toutefois quelques disparités : stables en Espagne, les encours de crédit au secteur privé non financier, aux entreprises et aux ménages progressent fortement en France et en Allemagne. Les encours de crédit en France sont sensiblement plus dynamiques que ceux des pays voisins, avec des taux d'intérêt équivalents pour les entreprises et plus faibles pour les ménages. Les taux souverains italiens ont fortement augmenté sous l'effet des incertitudes politiques associées à la formation du nouveau gouvernement.

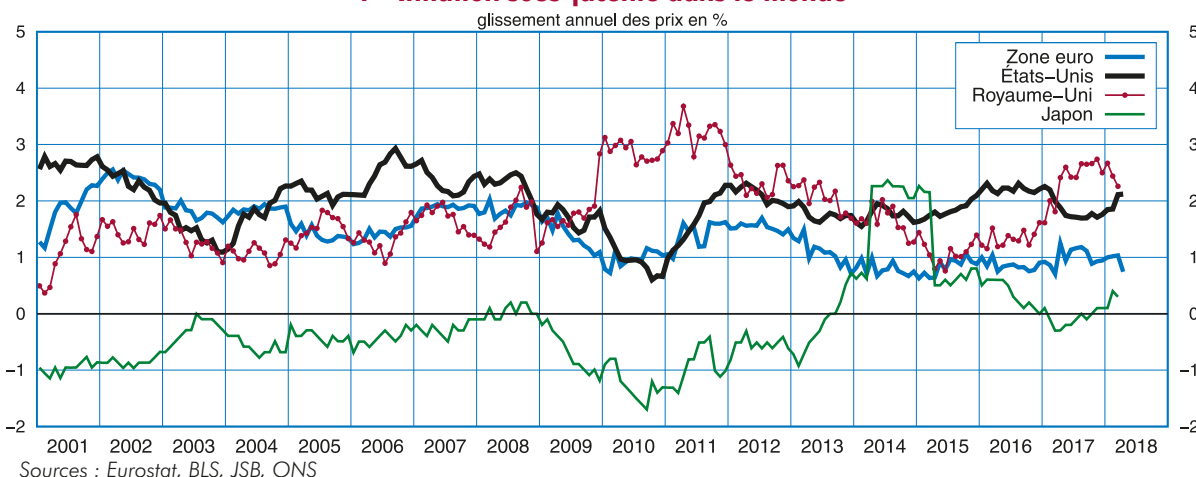
L'euro s'est apprécié face aux autres monnaies depuis janvier 2017 jusqu'à dépasser 1,24 \$ en janvier 2018 en raison d'une amélioration de la conjoncture économique européenne. Il s'est

replié fin avril et stabilisé autour de 1,17 \$ sous l'effet des anticipations de hausse des taux directeurs de la Fed et de l'augmentation des taux souverains américains. Le taux de change effectif réel des exportateurs français s'est ainsi à nouveau apprécié au premier trimestre 2018, mais devrait se déprécier légèrement au cours des trois prochains trimestres. L'euro est figé en prévision à 1,17 dollar, 130 yens et 0,87 livre sterling.

La Fed poursuit la normalisation de sa politique monétaire

La Fed a de nouveau relevé ses taux directeurs en mars 2018 et procéderait à deux ou trois nouvelles hausses d'ici décembre 2018, dont la prochaine attendue à l'issue de la réunion du Comité de politique monétaire les 12 et 13 juin. Elle accélère également la réduction de son bilan, lequel s'élève à 4 300 milliards de dollars, à raison de 30 milliards de dollars par mois au deuxième trimestre 2018. L'ampleur de cette réduction s'intensifiera progressivement, par paliers trimestriels de 10 milliards, jusqu'à 50 milliards de dollars par mois fin 2018. La Fed est encouragée dans cette politique par la baisse du chômage et une inflation – courante comme sous-jacente – dynamique, proche de la cible de 2 % (graphique 1). Cette politique monétaire fragilise les devises des pays émergents, en particulier l'Argentine et la Turquie, ainsi que les entreprises les plus endettées.

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



Jerome Powell, le nouveau président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, est entré en fonctions le 4 février 2018. Le Président Donald Trump a également nommé deux nouveaux gouverneurs : Richard Clarida, titulaire d'un doctorat d'économie de Harvard et spécialiste de la politique monétaire, qui devient vice-président de la Réserve fédérale et Michele Bowman, ancienne responsable de la régulation bancaire du Kansas. Par ailleurs John Williams, ancien président de la Réserve fédérale de San Francisco, a été nommé président de celle de New York par les autres présidents des Réserves fédérales régionales. Il devient ainsi responsable de la mise en œuvre de la politique monétaire américaine et vice-président du comité de politique monétaire (*Federal Open Market Committee, FOMC*). Ces nominations suggèrent une continuité de la politique monétaire de la Fed après le mandat de Janet Yellen.

La BCE a resserré son programme d'achats d'actifs

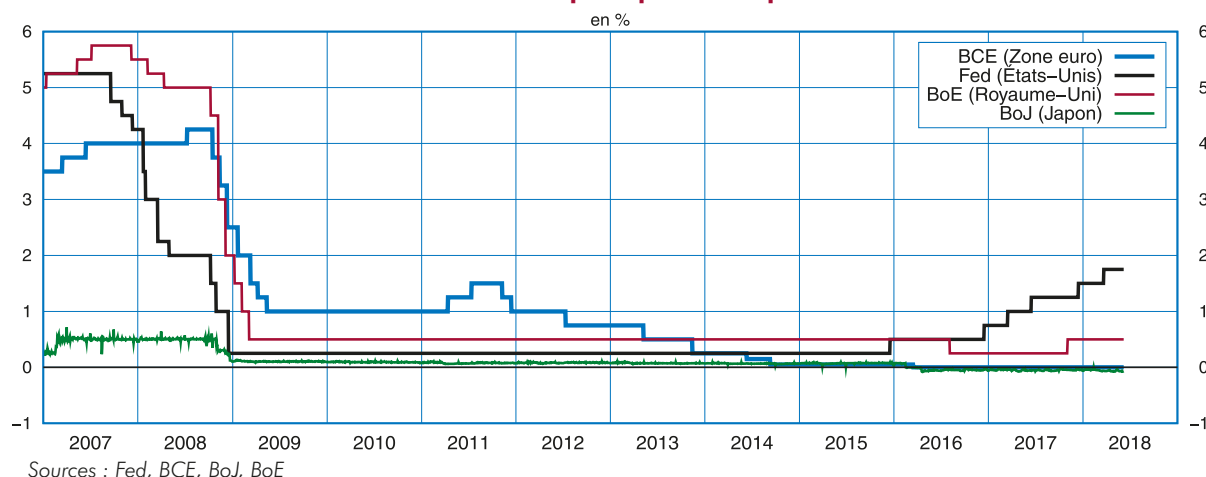
De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a confirmé en avril 2018 la prolongation de sa politique accommodante et l'extension de son programme d'achats d'actifs au moins jusqu'en septembre 2018. L'inflation sous-jacente demeure proche de 1 %, inférieure à l'objectif de 2 %. Les

taux directeurs restent à un niveau historiquement bas : le taux de facilité de dépôt est à $-0,40$ % depuis mars 2016 (*graphique 2*). Le gouverneur de la BCE, Mario Draghi, a annoncé que les trois taux directeurs resteraient à leurs niveaux actuels pendant « une période prolongée (...) bien après » la fin du programme d'achats de titres. Celui-ci sera poursuivi au moins jusqu'en septembre 2018, à un rythme plus modéré : 30 milliards d'euros par mois depuis janvier 2018, au lieu de 60 milliards d'euros précédemment.

Les taux souverains européens et américains divergent

Après une rapide augmentation en janvier 2018 sous l'effet de l'arrêt progressif ou anticipé des politiques monétaires accommodantes, les taux souverains se sont depuis stabilisés : les taux américains à 10 ans autour de 3 %, les OAT françaises à 10 ans autour de 0,8 % et le *Bund* allemand à 10 ans autour de 0,5 %. Le *spread* franco-allemand fluctue désormais entre 20 et 30 points de base (0,2 à 0,3 %). En revanche l'augmentation des incertitudes politiques en Italie et dans une moindre mesure en Espagne a entraîné la hausse des taux souverains italiens et espagnols. Le taux souverain italien, en particulier à 10 ans, a augmenté de plus de 100 points de base (un point de pourcentage) depuis début avril

2 - Taux directeurs des principales banques centrales



Développements internationaux

2018, et le *spread* entre les taux italien et allemand est passé de 130 points de base début février 2018 à près de 300 fin mai (*graphique 3*).

Un crédit très dynamique en zone euro, particulièrement en France

Les conditions de crédit restent globalement très favorables dans la zone euro, avec des disparités entre pays. Les encours de crédit aux sociétés non financières continuent d'augmenter (*graphique 4*), vivement en France (+5,7 % sur un an en avril 2018 après +6,6 % en décembre 2017) et en Allemagne (+5,0 % en avril après +4,2 % en décembre), de façon bien plus modérée en Italie (+1,3 %), mais ils diminuent en Espagne (-1,5 %). Les taux d'intérêt facturés aux entreprises se stabilisent dans les quatre grands pays : ils fluctuent autour de 1,5 % en France et en Italie, 1,3 % en Allemagne et 2 % en Espagne.

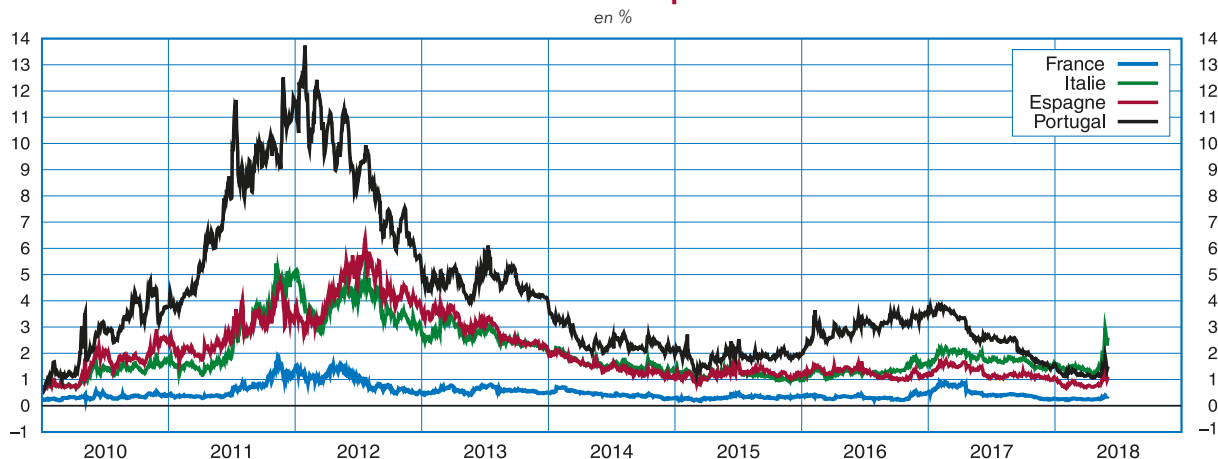
La France se distingue de ses principaux

partenaires européens sur le plan des crédits aux ménages, avec un taux d'intérêt plus faible et des encours bien plus dynamiques, malgré une légère décélération récente : la progression annuelle de ces encours atteint +5,6 % en avril 2018 contre +2,9 % pour la zone euro dans son ensemble. Les taux des crédits nouveaux aux ménages restent stables.

Après une brève correction début février 2018, les indices boursiers ont de nouveau augmenté

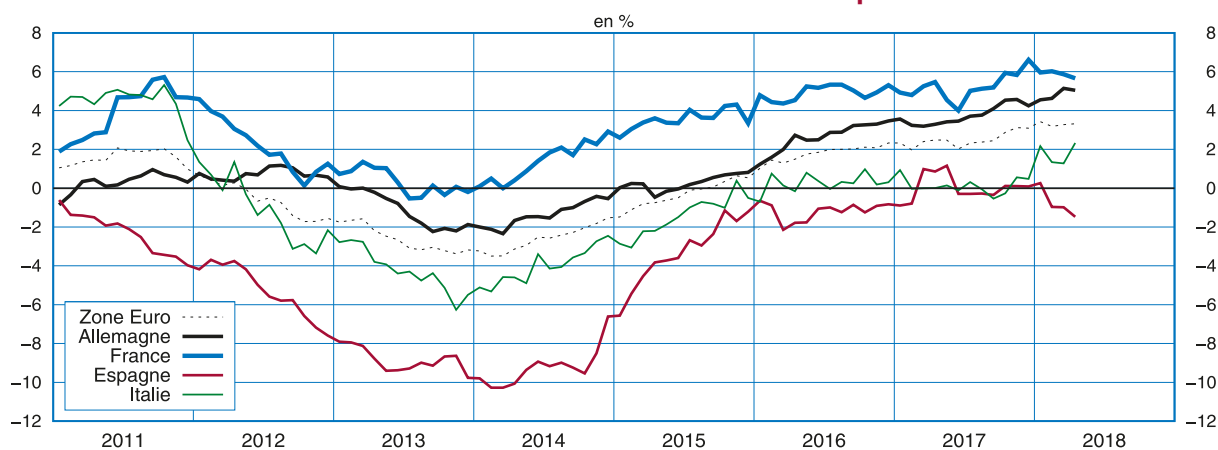
Les indices boursiers ont quasiment effacé la correction de début février 2018, portés par un environnement économique favorable, de bons résultats 2017 et de bonnes perspectives (*graphique 5*).

3 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : IHS Markit

4 - Taux de croissance annuel des encours de crédit aux entreprises de la zone euro



Source : BCE

L'euro s'est replié au printemps

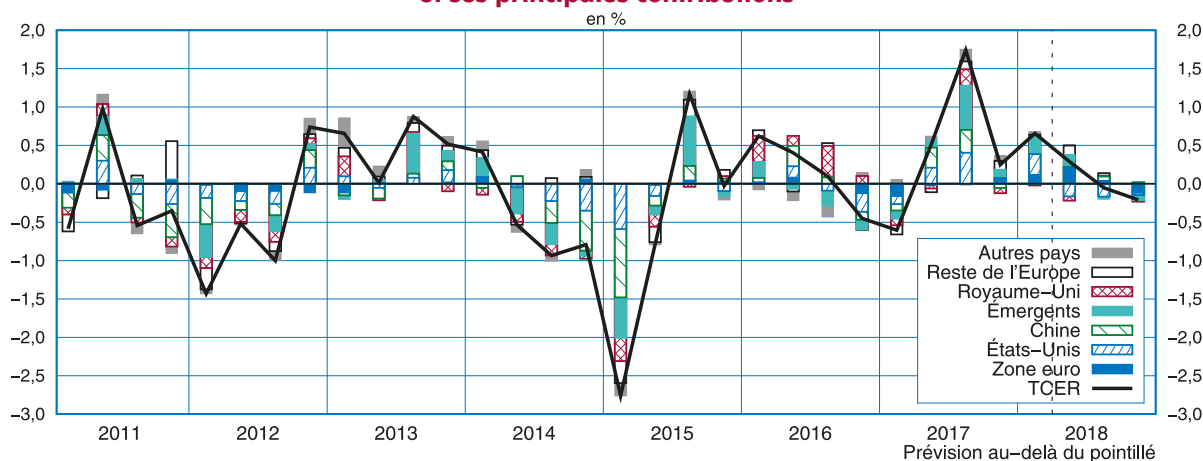
L'euro s'est significativement apprécié en 2017 et au premier trimestre 2018 face au dollar et aux autres devises, porté par des perspectives économiques favorables en zone euro. Ceci a induit une forte appréciation du taux de change effectif réel des exportateurs français au troisième trimestre 2017, ainsi qu'au premier trimestre 2018 (graphique 6). L'euro s'est depuis déprécié au deuxième trimestre, en raison de la hausse des taux d'intérêt américains, ainsi que d'un relatif ralentissement de la croissance et de l'inflation

sous-jacente toujours atone en zone euro. Les mesures protectionnistes américaines et les incertitudes politiques en zone euro contribuent à une perception du risque accrue, et donc à l'appréciation du dollar à court terme, considéré comme une valeur refuge. L'euro fluctue désormais autour de 1,17 \$. Le taux de change effectif réel des exportateurs français devrait ainsi se déprécier légèrement en 2018. Le taux de change de l'euro est figé à 0,87 livre sterling, 130 yens et 1,17 dollar américain jusqu'à l'horizon de la prévision. ■

5 - Indices boursiers des pays avancés



6 - Variations trimestrielles du taux de change effectif réel (TCER) de la France et ses principales contributions



Prévoir le crédit aux entreprises en zone euro à l'aide des enquêtes de conjoncture

Les banques et institutions de crédit des pays membres de l'Eurosystème sont enquêtées chaque trimestre depuis 2003 sur l'offre et la demande de crédit aux ménages et aux entreprises. Les soldes d'opinion, résultats agrégés du *Bank Lending Survey*, peuvent être synthétisés, via une analyse en composantes principales, en deux indicateurs qui traduisent essentiellement le climat du crédit et sa fragmentation. Ces résultats peuvent aussi contribuer à la simulation économétrique des évolutions à venir du crédit, notamment aux entreprises. Ce dernier garderait un rythme de croissance soutenu, supérieur à 6 % en rythme annuel jusqu'à fin 2018.

Le crédit et l'intermédiation financière sont déterminants pour l'activité économique, concourant en particulier au financement de l'investissement des entreprises. Soumise à de larges fluctuations, l'évolution du crédit aux entreprises est difficile à prévoir, à l'instar de l'investissement dont la volatilité est deux fois supérieure à celle du PIB.

Les banques centrales nationales membres de l'Eurosystème conduisent depuis 2003 une enquête de conjoncture trimestrielle auprès des banques et institutions de crédit, le *Bank Lending Survey* (BLS, voir infra *Source*). Cette enquête apporte des indications sur la distribution du crédit et ses facteurs d'évolution, à travers une vingtaine de questions et d'indicateurs. Elle interroge les banques sur l'évolution de l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises, sur les facteurs influençant l'offre, ainsi que sur leur perception de la demande de crédit des ménages et des entreprises.

Il s'agit ici d'examiner dans quelle mesure cette enquête permet de prévoir le crédit aux entreprises, en suivant deux étapes.

Dans un premier temps, une analyse en composantes principales (ACP) permet de dégager deux grandes composantes, interprétées pour la première comme un indicateur de climat du crédit ou de tensions financières, et pour la seconde comme un indicateur de fragmentation entre offre et demande, ou de liquidité du crédit. Ces indicateurs fournissent des informations sur l'activité économique et l'évolution du crédit. Dans un deuxième temps, les réponses aux enquêtes BLS peuvent être intégrées dans des modèles économétriques pour prévoir le crédit, en adaptant l'analyse développée par Levieuge (2015). L'analyse est d'abord réalisée sur le crédit aux entreprises en France, puis étendue aux trois autres pays de la zone euro suivis dans la *Note de conjoncture* (Allemagne, Espagne et Italie).

L'étude des réponses et l'analyse en composantes principales permettent de produire des indicateurs synthétiques sur la situation du crédit en zone euro

Les soldes d'opinion peuvent être résumés en un ou deux indicateurs synthétiques à l'aide d'une analyse en composantes principales (ACP, cf. *Méthodologie*). Que l'on inclue ou non les variables sur le crédit aux ménages, le premier indicateur s'interprète toujours comme un indicateur de santé financière ou à l'inverse

de tensions sur le marché du crédit, traduisant une augmentation du crédit ou une contraction, un *credit crunch*. Cette interprétation reste valable dans chacun des quatre pays, qu'ils soient considérés isolément ou dans leur ensemble.

Le deuxième indicateur apporte une information différente du seul climat du crédit. Son interprétation diffère légèrement selon que l'on ajoute ou non les variables sur le crédit aux ménages, et selon que l'analyse porte sur un seul pays ou sur l'ensemble des quatre pays. Lorsqu'elle porte sur l'ensemble et sur les seules variables concernant le crédit aux entreprises, ce deuxième indicateur traduit l'homogénéité du crédit au sein de la zone euro, la convergence ou au contraire la fragmentation entre pays, en opposant en particulier l'Allemagne et l'Espagne.

Cette interprétation des deux premiers facteurs de l'ACP, comme climat du crédit et convergence ou fragmentation, rejoint ainsi celle d'une analyse analogue conduite sur les taux souverains européens. L'inclusion des variables relatives aux ménages introduit une opposition potentielle entre ménages et entreprises mais permet d'améliorer statistiquement la prévision du crédit aux entreprises.

Les résultats de l'enquête BLS et des ACP apportent une indication sur la situation actuelle du crédit et sur sa tendance. Confirmée par les taux de variation observés, la tendance actuelle suggère une poursuite de l'amélioration de la situation financière et du financement de l'économie. Cette amélioration serait soutenue par une demande en hausse et un nouvel assouplissement de l'offre de crédit.

Ces indicateurs synthétiques s'interprètent également à la lumière des événements économiques survenus depuis 2003 (*graphique 1*) : la Grande Récession de 2008-2009 a ainsi provoqué une forte contraction du crédit (premier indicateur). Le *credit crunch* s'est traduit avec retard par une moindre liquidité du crédit et une fragmentation accrue à partir de l'été 2008 (deuxième indicateur). La crise des dettes souveraines en 2011-2012 reproduit ce schéma. La hausse du second indicateur pendant les périodes précédant les crises et la contraction du crédit pourrait également s'interpréter comme un excès de crédit, une augmentation de la prise de risque.

Ces indicateurs peuvent ensuite être intégrés dans une équation économétrique afin de prévoir l'évolution du crédit aux entreprises. L'évolution estimée par le modèle (*graphique 2*) utilisant les indicateurs construits

à l'aide des soldes d'opinion des quatre pays considérés est très proche de l'évolution observée ou réalisée. D'après cette estimation et jusqu'à l'horizon de prévision fin 2018, le crédit aux entreprises en France poursuivrait sa hausse soutenue, de 1,7 % à 1,8 % environ en variation trimestrielle et entre 6,1 % et 6,3 % en rythme annuel, soit des hausses plus élevées que dans les autres grands pays de la zone euro. Le relèvement modéré du taux du coussin contracyclique, annoncé le 11 juin 2018, pourrait néanmoins infléchir légèrement ce rythme.

La même méthode peut être répliquée pour prévoir le crédit aux entreprises dans les autres pays de la zone euro, et en particulier en Allemagne, Espagne, Italie, pays suivis dans la *Note de conjoncture*. Ainsi en Allemagne, la variation trimestrielle du crédit se maintiendrait autour de +1,2 %, avec une variation annuelle d'environ +4,4 %. En Espagne, le crédit se stabiliserait (autour de +0,1 % chaque trimestre) avec

une variation annuelle très faible, tout comme en Italie (de l'ordre de +0,25 % à +0,4 % par trimestre). L'atonie du crédit aux entreprises en Espagne et en Italie peut s'expliquer par les conséquences de la Grande Récession et de la crise des dettes souveraines, qui ont engendré un niveau élevé de crédits non performants et une restriction du crédit bancaire.

Concernant la France, Khder et Rousset (2017) ont montré que la hausse de l'endettement des sociétés non financières (SNF) plus rapide que celle de leurs homologues européennes était concomitante avec une hausse des liquidités et des actifs détenus par les SNF françaises, ainsi qu'avec une hausse de leur investissement. À l'inverse, la part de l'investissement dans le PIB a diminué depuis la crise en Espagne, en Italie et dans une moindre mesure en Allemagne. De même, le taux d'épargne des SNF françaises a baissé ces derniers trimestres alors que ce taux augmente dans les autres pays. ■

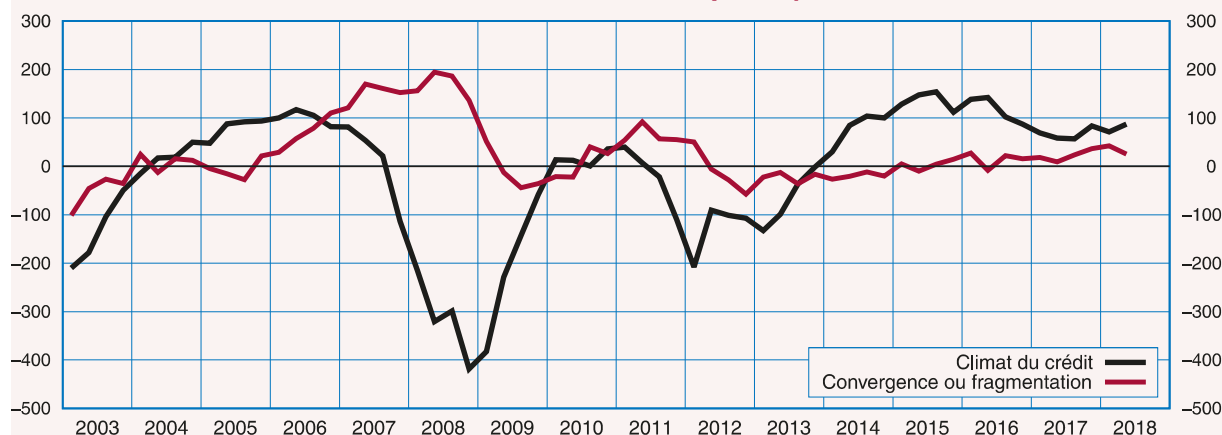
Bibliographie

Khder M-B. et Rousset C. (2017), « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », *Note de Conjoncture*, Insee, décembre.

Lacroix R. et Montornès J. (2009), « Analyse de la portée des résultats du *Bank Lending Survey* au regard des données de crédit », *Bulletin de la Banque de France* n° 178, décembre.

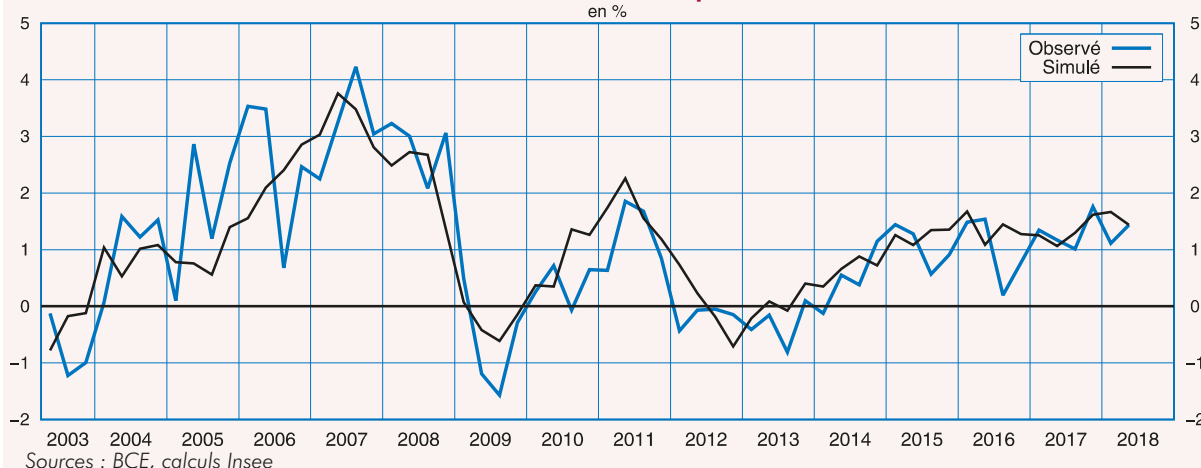
Levieuge G. (2015), « Cohérence et contenu prédictif des indicateurs du *Bank Lending Survey* pour la France », *Document de Travail* n° 567, Banque de France, août. ■

1 - Évolution des indicateurs synthétiques



Note : la courbe rouge représente la convergence (valeurs >0) ou la fragmentation (valeurs <0) du crédit.
Sources : BCE, calculs Insee

2 - Estimation de la variation du crédit aux entreprises non financières en France



Sources : BCE, calculs Insee

Source

L'enquête de conjoncture de la BCE *Bank Lending Survey*

L'enquête BLS est publiée trimestriellement, à la fin des mois de janvier, avril, juillet et octobre. Elle comprend de nombreuses questions sur l'offre de crédit : son évolution, ainsi que les facteurs l'influençant et ses composantes comme la maturité, les marges, le degré de concurrence. Les banques sont ainsi interrogées sur l'évolution et les motivations de la demande de crédit de la part des entreprises et des ménages. Ces questions portent sur l'évolution, passée au cours des trois mois précédents, et anticipée pour les trois mois suivants. Les soldes d'opinion sont disponibles pour l'ensemble des entreprises, ainsi que sur l'agrégat des petites et moyennes entreprises (PME) et l'agrégat des grandes entreprises. Les réponses aux questions sur l'évolution comportent plusieurs modalités : forte hausse (dans le cas de la demande, ou durcissement considérable dans le cas des conditions d'offre ou de l'évolution de l'offre), hausse modérée, stabilité, baisse (pour la demande, ou assouplissement pour l'offre), forte baisse (ou assouplissement considérable). À l'aide des réponses sont calculés des soldes d'opinion, construits comme des différences entre les pourcentages de réponses « hausse » (regroupées avec forte hausse) ou « durcissement » (regroupées avec « durcissement considérable ») d'une part, et les pourcentages de réponses « baisse » ou « forte baisse » (« assouplissement » ou « assouplissement considérable ») d'autre part. Ainsi, un solde d'opinion positif traduit une demande en hausse ou une offre en baisse ou durcie, tandis qu'un solde d'opinion négatif reflète une demande globalement en baisse ou une offre assouplie. Les soldes d'opinion rapportés en pourcentage se situent donc entre -100 et +100. Les données utilisées s'étendent du premier trimestre 2003 au deuxième trimestre 2018, soit 62 observations pour chaque variable. Les données de crédit aux entreprises sont fournies par la Banque Centrale Européenne (BCE) et sont issues des banques centrales nationales.

Méthodologie

Première étape : résumer l'information contenue dans les soldes d'opinion

Une analyse en composantes principales (ACP) permet de regrouper les nombreuses variables de l'enquête BLS, exprimées en soldes d'opinion, en plusieurs groupes homogènes en fonction d'un ou plusieurs facteurs communs, de composantes communes, et de réduire la multidimensionnalité des variables à un petit nombre de dimensions (ici deux) plus interprétables statistiquement et graphiquement.

En l'occurrence, la question se pose d'introduire les variables concernant le crédit aux ménages dans l'analyse. Le crédit aux ménages est une composante du crédit et de l'activité économique. Il influence notamment la consommation et l'investissement des ménages (immobilier) et a donc un lien avec le crédit aux entreprises. Mais sa trajectoire peut éventuellement différer de celle du crédit aux entreprises. D'après les résultats obtenus ici, l'interprétation des axes ou composantes principales de l'ACP n'est pas très différente avec ou sans les variables concernant le crédit aux ménages. Toutefois leur inclusion permet d'améliorer significativement la prévision du crédit aux entreprises en France (*graphique 2*).

Une ACP est également conduite sur les seules questions aux banques opérant en France, restreintes aux variables concernant le crédit aux entreprises. Le premier facteur s'interprète de nouveau comme un indicateur de tension ou d'assouplissement du crédit, de conjoncture et de tensions financières. Le deuxième facteur s'interprète différemment, comme un indicateur d'adéquation ou de friction entre offre et demande de crédit, donc comme un indicateur de liquidité du crédit.

Seconde étape : prévoir le crédit à l'aide des soldes d'opinion et des facteurs communs

Pour prévoir le crédit aux entreprises, deux approches sont possibles, selon que l'on utilise directement quelques soldes d'opinion convenablement choisis, ou bien les facteurs de l'ACP.

De nombreuses variables sont disponibles pour estimer un modèle de prévision du crédit aux entreprises : l'enquête BLS fournit ainsi 12 soldes d'opinion sur les seules entreprises, dont les valeurs aux trimestres précédents peuvent également être ajoutées à l'équation. Levieuge (2015) montre que les soldes d'opinion sur la demande de crédit de la part des entreprises donnent les meilleurs résultats pour prévoir le crédit aux entreprises. Ce résultat permet d'orienter l'analyse en testant en priorité ces variables de demande.

Afin de sélectionner les variables pour construire un modèle avec un petit nombre seulement de régresseurs, plusieurs méthodes et indicateurs sont utilisés : les indicateurs de part de variance expliquée ou coefficients de détermination (R^2), d'erreurs de prévision (RMSFE, *root mean square forecast error*), des méthodes pénalisant le nombre de variables (LASSO, *least absolute shrinkage and selection operator*), ainsi que des contraintes sur les signes des coefficients et des critères qualitatifs et de parcimonie.

L'équation sélectionnée pour la France est alors la suivante :

$$\begin{aligned}
 \Delta \log(\text{Credit}_t) = & 0,010 - \underset{(3,3 \cdot 10^{-3})}{1,5 \cdot 10^{-6}} * \text{Demande_de_crédit_passée}_t \\
 \text{(équation 1)} \quad & + \underset{(9,6 \cdot 10^{-5})}{2,5 \cdot 10^{-4}} * \text{Demande_de_crédit_passée}_{t-1} + \underset{(9,8 \cdot 10^{-5})}{1,5 \cdot 10^{-4}} * \text{Demande_de_crédit_prévue}_{t-1} \\
 & + \underset{(3,6 \cdot 10^{-4})}{1,1 \cdot 10^{-3}} \Delta \text{Credit}_{t-1}
 \end{aligned}$$

La variable que l'on cherche à prévoir est ici la variation trimestrielle du logarithme du crédit aux entreprises en France, au cours du deuxième trimestre 2018 pour l'enquête d'avril 2018.

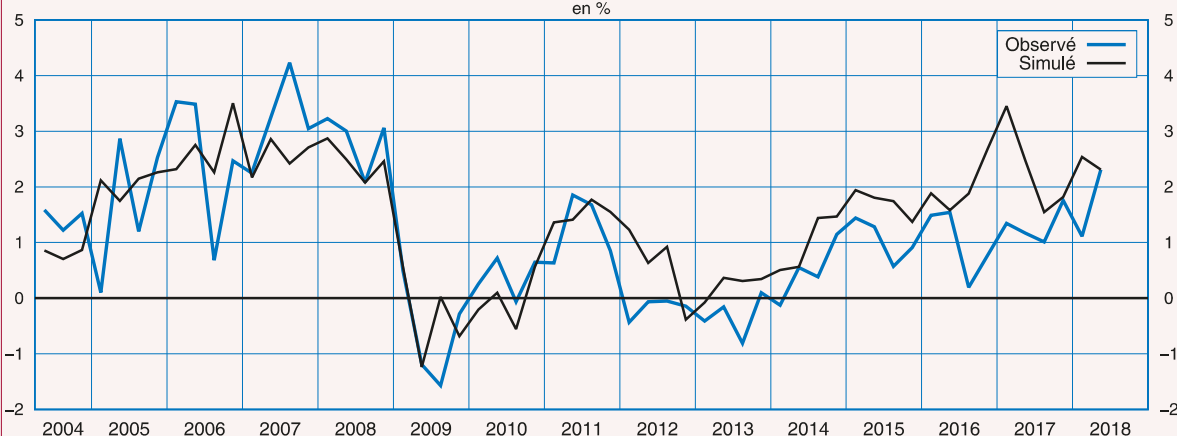
$\text{Demande_de_crédit_passée}_t$ représente le solde d'opinion à la date t de la question aux banques françaises portant sur l'évolution de la demande de crédit par l'ensemble des entreprises au cours des trois derniers mois (par exemple le premier trimestre 2018 pour l'enquête d'avril 2018).

$\text{Demande_de_crédit_prévue}_{t-1}$ est le solde d'opinion du trimestre précédent, sur l'évolution anticipée pour les trois mois suivants de la demande de crédit des entreprises. Ce solde d'opinion porte donc sur l'évolution anticipée lors de la précédente enquête pour le trimestre t , dont la variation est observée. Par exemple, les banques ont été interrogées en janvier 2018 sur l'évolution anticipée au cours du premier trimestre 2018.

Enfin $\Delta \text{Credit}_{t-1}$ représente la variation trimestrielle du crédit aux entreprises en France au trimestre précédent, en l'occurrence le premier trimestre 2018. Les nombres entre parenthèses représentent les écarts-types des coefficients estimés.

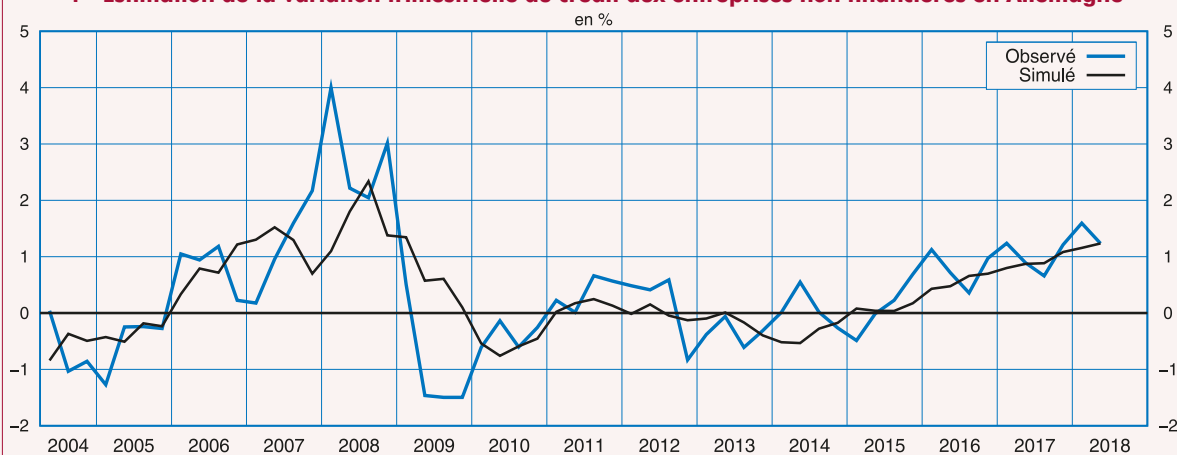
Le R^2 ajusté (part de la variance expliquée par le modèle) est de 0,60. Le modèle est estimé entre le premier trimestre 2003 et le dernier trimestre 2012, période volontairement plus courte que la période disponible pour réduire le bruit que pourraient ajouter les observations suivantes, et afin de permettre la comparaison des performances de prévision des différents modèles. La variation observée et la variation prédite sont présentées sur le [graphique 3](#). Le modèle semble ainsi surestimer la croissance du crédit depuis 2012.

3 - Estimation de la variation trimestrielle du crédit aux entreprises non financières en France
en %

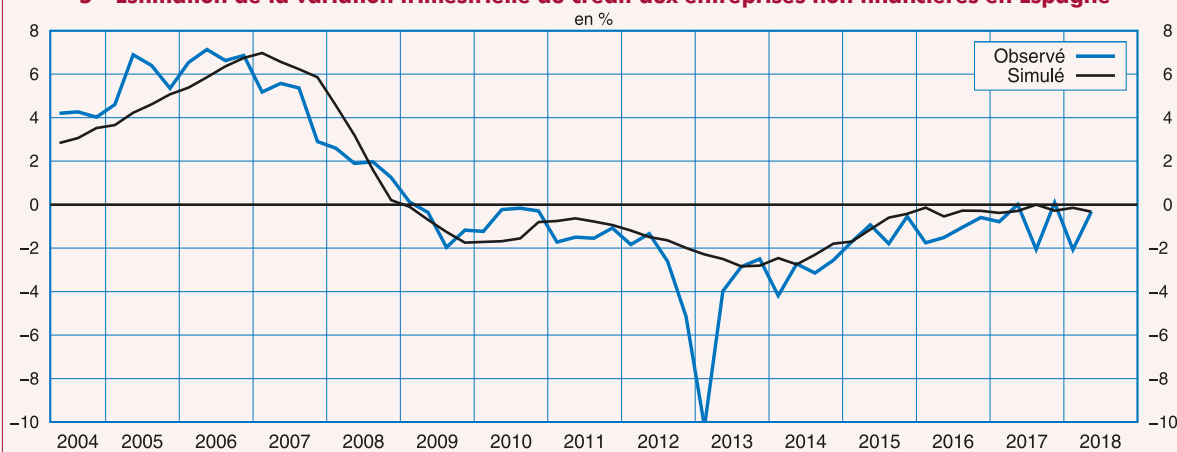


Note : le simulé est donné à partir du modèle utilisant les soldes d'opinion (équation 1).
Sources : BCE, calculs Insee

4 - Estimation de la variation trimestrielle du crédit aux entreprises non financières en Allemagne



5 - Estimation de la variation trimestrielle du crédit aux entreprises non financières en Espagne



6 - Estimation de la variation trimestrielle du crédit aux entreprises non financières en Italie



Les facteurs de l'ACP sont également utilisés, séparément des soldes d'opinion, pour estimer la variation du crédit. Trois modèles sont testés, intégrant les facteurs de l'ACP réalisée sur les seules données françaises, puis sur les soldes d'opinion concernant le crédit aux entreprises dans quatre pays de la zone euro (France, Allemagne, Espagne, Italie), et enfin sur les soldes d'opinion concernant le crédit aux entreprises et aux ménages dans les quatre pays considérés. De ces trois modèles, celui utilisant les deux premiers facteurs de l'ACP réalisée sur les soldes d'opinion du crédit aux entreprises et aux ménages dans les quatre pays considérés dans leur ensemble apparaît le plus performant. L'équation estimée est la suivante, les écarts-types des coefficients étant indiqués entre parenthèses :

$$\text{(équation 2)} \quad \Delta \log(\text{Credit}_t) = \underset{(1,8 \cdot 10^{-3})}{6,8 \cdot 10^{-3}} + \underset{(1,1 \cdot 10^{-5})}{3,9 \cdot 10^{-5} * F1_t} + \underset{(2,2 \cdot 10^{-5})}{1,7 \cdot 10^{-4} * F2_t}$$

$F1_t$ et $F2_t$ représentent respectivement le premier et le deuxième facteur de l'ACP, considérés à la date t , c'est-à-dire l'indicateur de climat du crédit, de santé financière, et l'indicateur de convergence des situations financières en zone euro. Le R^2 ajusté est de 0,61 et la période d'estimation est la même, 2003T1-2012T4. La précision et la qualité de la prévision sont grandement améliorées, comme en témoigne le [graphique 2](#). ■

Zone Euro

Ralentissement

Au premier trimestre 2018, le PIB de la zone euro a ralenti à +0,4 % après +0,7 %. Il a été soutenu de nouveau par la demande intérieure. Les échanges extérieurs ont quant à eux ralenti et ont contribué négativement à la croissance. L'activité a décéléré en particulier en Allemagne et en France. Au printemps, le climat des affaires reste élevé mais il baisse depuis le début de l'année 2018. La croissance serait ainsi un peu moins allante en 2018 qu'en 2017 (autour de +0,4 % par trimestre). En moyenne annuelle, l'activité atteindrait +2,1 % en 2018, après +2,6 % en 2017. Le taux de chômage poursuivrait sa baisse pour atteindre 8,2 % fin 2018.

L'activité ralentirait légèrement après une croissance 2017 au plus haut depuis 10 ans

Au premier trimestre 2018, l'activité a ralenti (+0,4 % après +0,7 %, *tableau*), légèrement plus que prévu dans la Note de mars. Elle a décéléré en Allemagne (+0,3 % après +0,6 %) et en France (+0,2 % après +0,7 %), tandis qu'elle restait dynamique en Espagne (+0,7 %) et modérée en Italie (+0,3 %). Au printemps, le climat des affaires reste élevé mais baisse depuis le début 2018 (*graphique 1*). La croissance resterait soutenue

(autour de +0,4 % par trimestre) mais ralentirait un peu par rapport à 2017 (*graphique 2*). En moyenne annuelle, l'activité croîtrait de +2,1 % en 2018 après +2,6 % en 2017.

Les enquêtes sur les perspectives d'emploi restent à des niveaux élevés, en particulier dans le secteur des services. L'emploi resterait donc allant, si bien que le chômage continuerait de refluer (-0,2 à -0,1 point par trimestre), pour atteindre 8,2 % en fin d'année 2018, après 8,7 % fin 2017.

La consommation serait vigoureuse, portée par un pouvoir d'achat dynamique

La consommation privée resterait dynamique d'ici fin 2018 (+0,4 % au deuxième trimestre puis +0,5 % par trimestre), en ligne avec le haut niveau de confiance des ménages au printemps. Les freins budgétaires se desserreraient un peu en 2018 dans plusieurs pays : en Allemagne comme le prévoit l'accord de la nouvelle coalition, en Espagne suite aux tractations ayant précédé le vote du budget, et potentiellement en Italie suite aux élections du 4 mars dernier. Au total, les revenus des ménages de la zone euro devraient donc être dynamiques (+3,8 % en 2018 après +2,8 % en 2017). Dans un contexte d'inflation qui resterait contenue (+1,9 % en glissement annuel fin 2018, *graphique 3*), le pouvoir d'achat accélérerait (+2,1 % en 2018 après +1,3 % en 2017).

Produit intérieur brut et principaux agrégats des économies de la zone euro

Variations T/T-1, A/A-1 et niveaux en %

	Données trimestrielles												Données annuelles		
	2016				2017				2018				2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Zone euro	0,5	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,5	0,4	1,8	2,6	2,1
France	0,7	-0,2	0,2	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,2	0,3	0,4	0,4	1,1	2,3	1,7
Allemagne	0,6	0,5	0,3	0,4	0,9	0,6	0,7	0,6	0,3	0,5	0,5	0,4	1,9	2,5	2,0
Espagne	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	3,3	3,1	2,7
Italie	0,2	0,1	0,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,6	1,3
Inflation de la zone euro (glissement annuel)	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,7	2,0	1,9	0,2	1,5	1,7
Taux de chômage de la zone euro au sens du Bureau international du travail	10,3	10,1	9,9	9,8	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	8,4	8,2	10,0	9,1	8,4

Prévision

Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux, prévision Insee

L'investissement garderait un rythme allant

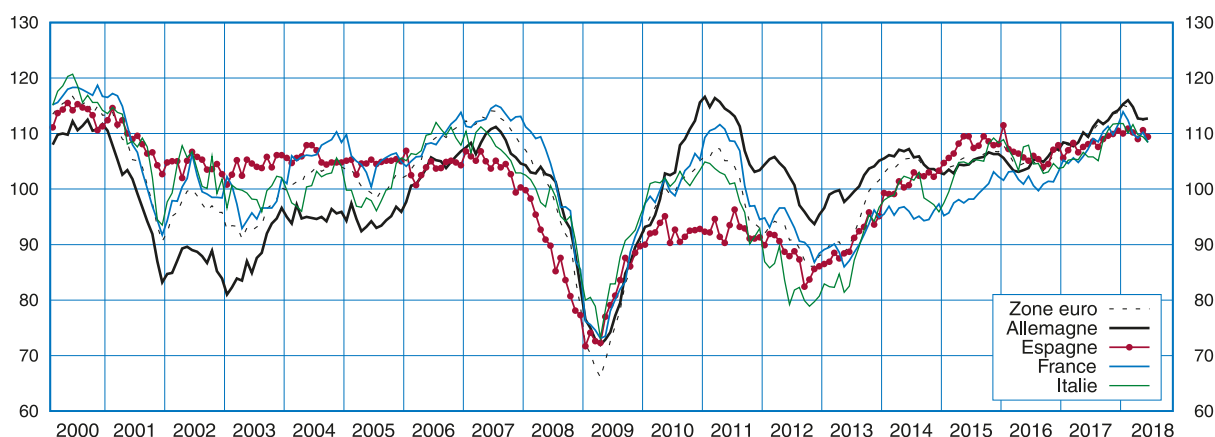
Au premier trimestre 2018, l'investissement en construction a légèrement accéléré (+1,1 % après +1,0 %). Il garderait un rythme dynamique en 2018, le secteur enregistrant d'importantes nouvelles commandes notamment en Allemagne. En moyenne sur l'année, l'investissement en construction resterait un soutien à l'activité (+3,6 % en 2018 après +4,1 % en 2017). L'investissement en équipement a ralenti au premier trimestre 2018 (-0,5 %) après un quatrième trimestre 2017 très dynamique (+2,4 %). Son rythme serait toutefois plus allant pendant le reste de l'année 2018 (+0,9 à +1,2 % par trimestre), porté par les perspectives de demande et la situation financière relativement bonne des entreprises européennes, dans un

contexte de tensions croissantes sur l'appareil productif. En moyenne annuelle, sa croissance atteindrait +4,5 % en 2018 après +5,4 % en 2017.

En 2018, le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance mais moins qu'en 2017

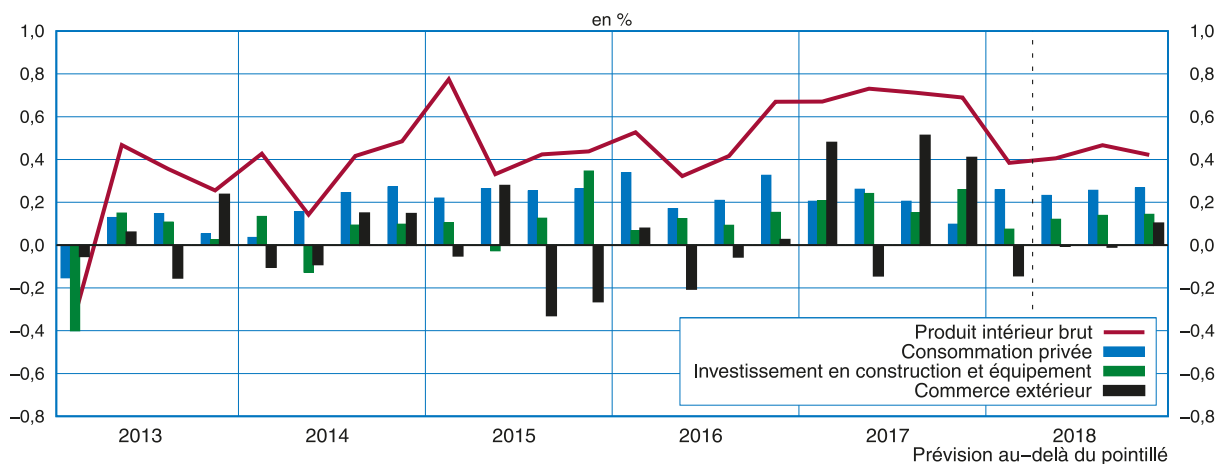
Au premier trimestre 2018, les exportations se sont repliées (-0,4 % après +2,2 %). Les données douanières sont en baisse dans les quatre principaux pays de la zone euro même si elles se maintiennent en Belgique et aux Pays-Bas. La croissance des exportations se stabiliserait autour de +1,0 % par trimestre d'ici la fin de l'année 2018, un peu plus bas que la demande mondiale du fait de l'appréciation de l'euro.

1 - La confiance des entrepreneurs s'est repliée en début d'année



Source : Commission européenne (DG Ecfm)

2 - La consommation et l'investissement demeurerait soutenus ; le commerce extérieur contribuerait moins à la croissance qu'en 2017



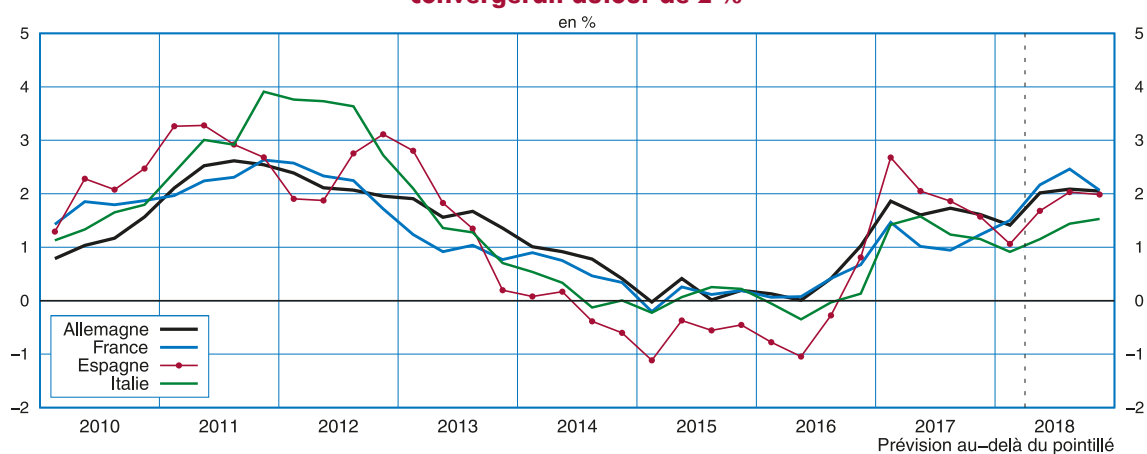
Source : Eurostat

Développements internationaux

Les importations auraient elles aussi décliné au premier trimestre 2018 (-0,1 % après +1,5 %). Au cours des prochains trimestres, elles resteraient néanmoins un peu plus dynamiques que les exportations pour servir la demande intérieure dans un contexte de tensions sur l'offre (+1,1 %

par trimestre). Au total en 2018, la contribution du commerce extérieur resterait positive (+0,3 point après +0,6 point en 2017 et -0,4 point en 2016). ■

3 - L'inflation harmonisée des principaux pays de la zone euro convergerait autour de 2 %



Sources : instituts statistiques nationaux

Allemagne

L'activité serait en légère perte de vitesse

En Allemagne, l'activité a marqué le pas au premier trimestre 2018 (+0,3 % après +0,6 %). Le commerce extérieur, principal soutien de l'activité au quatrième trimestre 2017, a pesé sur la croissance tandis que la consommation publique a fortement baissé (-0,5 % après +0,4 %). En revanche les dépenses des ménages ont accéléré (+0,4 % après +0,1 %) et les investissements ont été très dynamiques (+1,7 % après +0,3 %). En prévision, la consommation privée resterait dynamique et les échanges extérieurs auraient une contribution neutre à la croissance du PIB. En moyenne sur l'année, la croissance ralentirait un peu en 2018 (+2,0 % après +2,5 %).

La consommation des ménages retrouverait un rythme dynamique

Au premier trimestre 2018, la consommation privée a augmenté (+0,4 %), bénéficiant du rebond du pouvoir d'achat (+1,9 % après -0,2 %), après deux trimestres de quasi-stabilité. La confiance des ménages reste élevée. Les salaires resteraient dynamiques (+0,8 % au deuxième trimestre puis +0,7 % par trimestre, après +1,1 % au premier trimestre) favorisés par les négociations salariales du début d'année, par la hausse du salaire minimum progressivement appliquée depuis début 2017, et par un taux de chômage qui resterait proche de son plus bas historique (3,2 % en début d'année). Dans un contexte d'inflation qui resterait contenue à l'horizon de la prévision (environ +1,9 % sur l'année), la consommation privée serait dynamique d'ici la fin 2018 (+0,5 % par trimestre).

L'investissement resterait soutenu

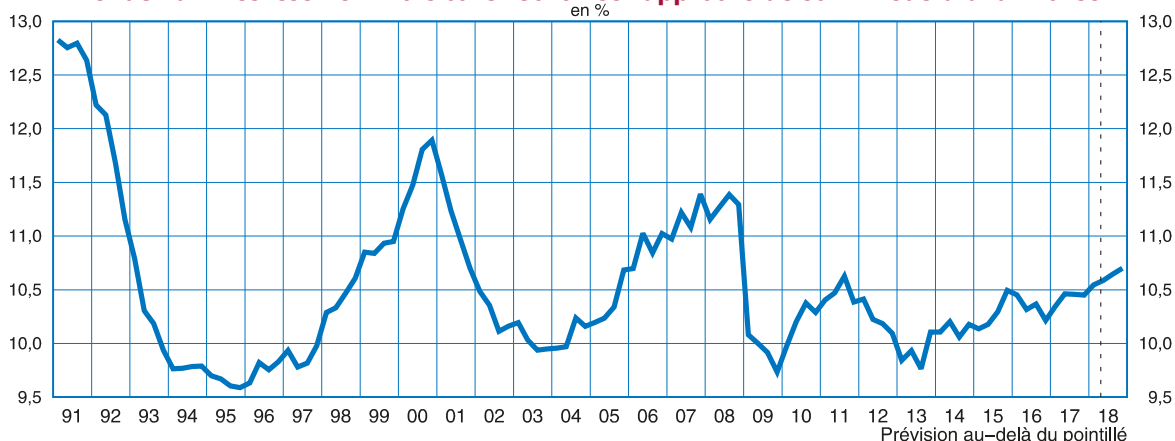
L'investissement en construction a fortement accéléré au premier trimestre (+2,1 % après

+0,1 %) et conserverait quasiment le même rythme au deuxième (+2,0 %). Au vu du nombre élevé de permis de construire, il connaîtrait une croissance solide au second semestre (+0,7 % par trimestre). En moyenne sur l'année, il augmenterait de 4,2 % en 2018. L'investissement en biens d'équipement a également accéléré en début d'année (+1,2 % après +0,7 %) : il ralentirait au deuxième trimestre avant de retrouver ce rythme (+1,2 % par trimestre). Avec un taux d'investissement qui n'a pas encore rattrapé son niveau d'avant-crise (*graphique*) et un TUC très élevé, l'investissement en biens d'équipement conserverait un rythme de croissance dynamique en 2018 (+4,7 % après +4,9 % en 2017). Le PIB progresserait de 0,5 % aux deuxième et troisième trimestres. Les contraintes d'offre conduiraient cependant à un ralentissement de l'activité au quatrième trimestre (+0,4 %).

Fin 2018, les échanges extérieurs ne contribueraient plus à la croissance

Les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance au premier trimestre 2018 (-0,1 point), après l'avoir fortement soutenue au second semestre 2017 (environ +0,5 point par trimestre). Les exportations ont baissé (-1,0 % après +2,6 %), ainsi que les importations (-1,1 % après +1,8 %). Les exportations allemandes retrouveraient une croissance tendancielle dès le deuxième trimestre (+1,1 % par trimestre) et progresseraient ainsi de 3,7 % en 2018 (+5,3 % en 2017). Les importations retrouveraient aussi de la vigueur, à environ +1,3 % par trimestre, pour une croissance annuelle de 3,4 % (+5,6 % en 2017). Ainsi, les contributions trimestrielles des échanges extérieurs seraient neutres à l'horizon de la prévision. Au total, en 2018, l'activité augmenterait de 2,0 %. ■

Le taux d'investissement hors construction se rapproche de son niveau d'avant-crise



Sources : Destatis, calculs Insee

Italie

Incertitude politique, croissance modérée

Au premier trimestre 2018, la croissance italienne est restée modérée (+0,3 %, comme au dernier trimestre 2017), freinée par un repli ponctuel des échanges extérieurs. Malgré l'incertitude consécutive à la formation du nouveau gouvernement, elle garderait ce rythme jusqu'à fin 2018 (+0,3 % par trimestre), soutenue par l'investissement et la consommation privée. L'emploi croîtrait à un rythme modeste (+0,2 %) mais suffisant pour réduire le chômage à 10,9 % fin 2018. En moyenne annuelle, la progression du PIB atteindrait 1,3 % après 1,6 % en 2017.

La consommation privée croîtrait solidement

La consommation des ménages, pénalisée par l'inflation fin 2017, retrouve un peu d'élan au premier trimestre 2018 (+0,4 %). Du fait de la fin des exonérations de charges sociales, l'emploi croîtrait modestement sur l'année 2018 (+0,2 % par trimestre), suffisamment toutefois pour assurer une baisse progressive du chômage : celui-ci atteindrait 10,9 % en fin d'année.

Grâce à des salaires allants et une inflation maîtrisée, le pouvoir d'achat retrouverait un peu de vigueur dès le deuxième trimestre (+0,3 %). La confiance des ménages rejoint ses hauts niveaux de 2001 : ils maintiendraient ainsi le rythme de croissance de leur consommation (+0,4 % par trimestre), sans davantage réduire leur épargne.

Les exportations repartiraient, après un recul en début d'année

Au premier trimestre 2018, les exportations se sont repliées (-2,1 %), le contrecoup de leur forte croissance du second semestre 2017 les ramenant

à leur niveau de 2016. Cependant, la demande mondiale adressée à l'Italie demeurerait dynamique (+1,2 % au deuxième trimestre, puis +0,9 à 1,0 % par trimestre au second semestre) et les exportations se redresseraient (+0,9 % au deuxième trimestre, puis +0,6 % par trimestre). En moyenne annuelle en 2018, leur progression (+1,1 %) serait bien moindre qu'en 2017 (+6,0 %).

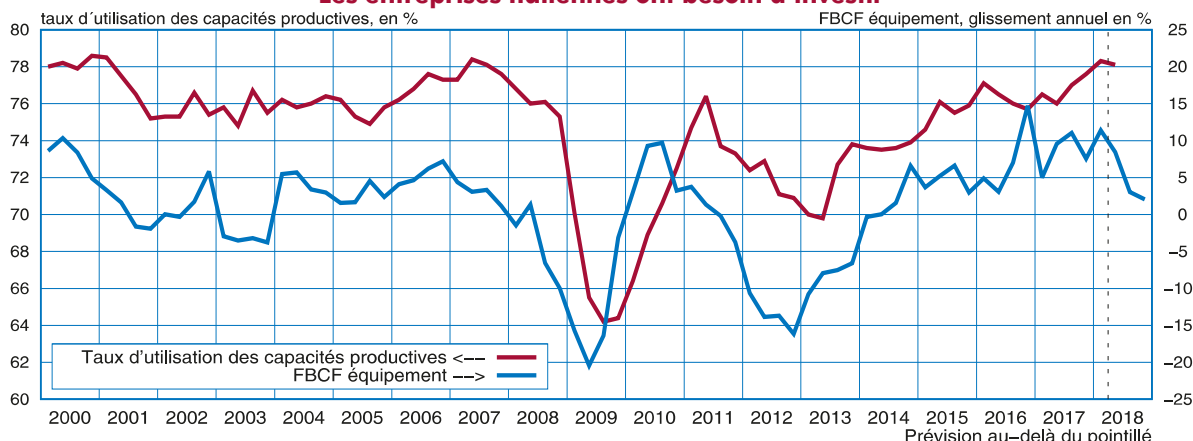
Les importations ont reculé au premier trimestre (-0,9 % après +0,5 %) mais un peu moins que les exportations. Les échanges extérieurs ont donc pesé sur la croissance en début d'année (-0,4 point après +0,4 point). Les importations retrouveraient de la vigueur au deuxième trimestre (+0,9 %) et garderaient un rythme semblable au second semestre (+1,0 % par trimestre), en ligne avec une demande intérieure robuste.

L'investissement en construction et en équipement retrouverait sa vigueur

L'investissement en construction a été stable au premier trimestre 2018 (après +0,8 %). La hausse des indicateurs avancés et la confiance élevée des entrepreneurs suggèrent une accélération prochaine.

Après avoir crû vigoureusement au second semestre 2017, l'investissement en équipement a connu un contrecoup en début d'année (-2,9 % après +3,0 %). Il continue pourtant de bénéficier de conditions favorables : le taux d'utilisation des capacités est à son plus haut niveau depuis 2007 et la capacité d'autofinancement des entreprises reste élevée (graphique). Ainsi, l'investissement en équipement retrouverait du tonus au deuxième trimestre 2018 (+1,0 %) avant d'accélérer plus nettement (+2,0 % par trimestre). ■

Les entreprises italiennes ont besoin d'investir



Sources : Istat, prévision Insee

Espagne

Le potentiel de rattrapage n'est pas saturé

Au premier trimestre 2018 l'activité a bien résisté en Espagne (+0,7 % comme au trimestre précédent). La consommation privée et l'investissement sont restés solides. La croissance resterait forte d'ici fin 2018 (+0,6 % par trimestre), les freins budgétaires se desserrant un peu. Les ménages verraient leurs revenus augmenter et soutiendraient l'activité par la consommation. L'investissement ralentirait néanmoins légèrement après des années très dynamiques. En moyenne annuelle, la croissance ralentirait un peu à +2,7 % en 2018 après +3,1 % en 2017.

Des entrepreneurs un peu moins optimistes

Au printemps, les climats des affaires sont en légère baisse dans le secteur manufacturier mais restent à des niveaux élevés. La croissance resterait donc soutenue au deuxième trimestre 2018 (+0,6 %). Au second semestre, l'activité garderait un rythme solide (+0,6 % par trimestre), rythme néanmoins le plus faible depuis mi-2014. Au total la croissance atteindrait +2,7 % en 2018 après +3,1 % en 2017. L'emploi serait également allant, si bien que le chômage continuerait de reculer, à 14,7 % fin 2018.

La consommation serait vigoureuse portée par des revenus dynamiques

La consommation des ménages est restée soutenue au premier trimestre 2018 (+0,7 % après +0,6 %). Les enquêtes de confiance des consommateurs sont encore à des niveaux élevés. Le budget 2018, élaboré par le gouvernement sortant, serait moins restrictif que les années précédentes : les salaires ont été augmentés dans la fonction publique et les pensions de retraite revalorisées. Au total, les

Espagnols bénéficieraient d'un revenu disponible vigoureux leur permettant de maintenir une consommation allante (+0,7 % par trimestre) jusqu'à fin 2018. Avec une inflation atteignant +2,0 % à partir du mois de mai, ils augmenteraient aussi un peu leur taux d'épargne, historiquement bas actuellement.

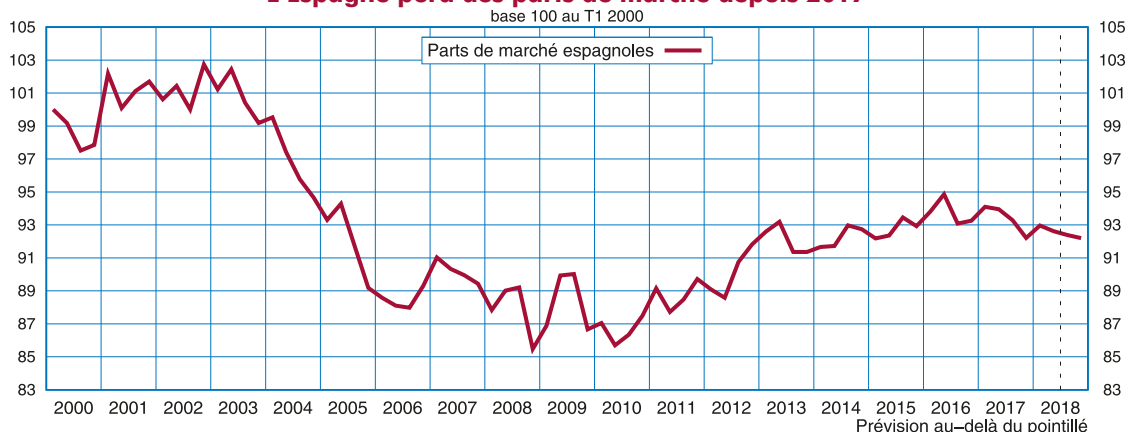
Le taux d'investissement a retrouvé son niveau de 2005

L'investissement en biens d'équipement a calé au premier trimestre 2018 (-1,6 % après +0,9 %). Le taux d'utilisation des capacités de production est élevé mais, avec un taux d'investissement proche de son niveau de 2008, le processus de rattrapage du sous-investissement constaté depuis la crise commencerait à s'essouffler. En moyenne annuelle, l'investissement en biens d'équipement croîtrait ainsi de 2,0 % en 2018 après +6,2 % en 2017. Les permis de construire de logements restent à un niveau élevé, l'investissement en construction a pour sa part été très dynamique au premier trimestre 2018 (+2,4 %) : il augmenterait ainsi de 5,3 % en 2018 après +4,6 % en 2017.

Le commerce extérieur favoriserait un peu moins la croissance

Enfin, le commerce extérieur favoriserait encore la croissance en 2018, moins cependant qu'en 2017 en raison d'une demande mondiale en léger ralentissement et de l'appréciation de l'euro. En effet, l'Espagne perd des parts de marché depuis 2010 (graphique). La contribution du commerce extérieur à la croissance en 2018 serait de +0,2 point, après +0,3 point en 2017 et +0,7 point en 2016. ■

L'Espagne perd des parts de marché depuis 2017



Sources : INE, calculs et prévisions Insee

Royaume-Uni

Commerce extérieur atone, demande intérieure en demi-teinte

Au premier trimestre 2018, l'activité britannique a ralenti à +0,1 %, après +0,4 % fin 2017, pénalisée par de fortes chutes de neige en mars, en particulier dans la construction. Elle rebondirait au deuxième trimestre (+0,5 %). Au second semestre, la croissance faiblirait (+0,3 % par trimestre), freinée par l'attentisme en vue du Brexit et par le ralentissement des échanges extérieurs. En moyenne annuelle, la croissance ralentirait à +1,3 % en 2018, après +1,8 % en 2017.

La consommation des ménages ralentirait après un rebond au printemps

Début 2018, la consommation des ménages a ralenti à +0,2 %, après +0,3 % fin 2017. Du fait d'importantes chutes de neige en mars, ils ont rencontré des difficultés à se déplacer : les ventes au détail ont reculé de 0,4 % au premier trimestre, en particulier les achats dans les supermarchés et ceux d'essence à la pompe. Au deuxième trimestre, la consommation accélérerait à +0,4 %, par contrecoup d'une part, et favorisée en outre par la revalorisation de 4,4 % du salaire minimum en avril, qui apporterait 0,4 point de croissance annuelle au salaire moyen (éclairage). Au second semestre, la consommation ralentirait (+0,3 % par trimestre), malgré la baisse de l'inflation. En effet, les ménages freineraient leurs dépenses pour reconstituer leur épargne à l'approche du Brexit : le taux d'épargne atteindrait 6,3 % à la fin 2018, contre 5,2 % un an plus tôt, et 3,7 % début 2017.

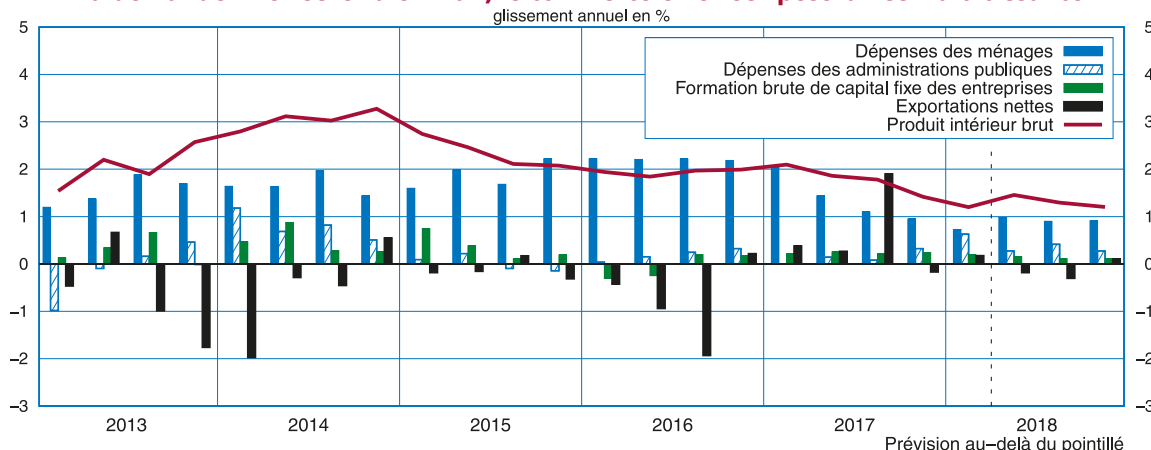
L'attentisme en vue du Brexit pénaliserait l'investissement au second semestre

L'investissement des entreprises a légèrement baissé au premier trimestre (-0,2 % après +0,3 %), sous l'effet des chutes de neige. Toutefois, l'investissement des ménages et des administrations publiques s'est maintenu, portant l'évolution de l'investissement total à +0,9 %. Par la suite, l'investissement ralentirait (+0,3 % par trimestre), en particulier celui des ménages et des entreprises, freiné par l'attentisme en vue du Brexit.

En 2018, le commerce extérieur ne contribuerait plus à la croissance

Au premier trimestre 2018, les exportations ont continué de diminuer (-0,5 % après -0,9 %). Elles rebondiraient au deuxième trimestre (+1,0 %), puis conserveraient ce rythme au second semestre (+0,9 % par trimestre) : elles seraient moins dynamiques qu'en 2017, en lien avec le ralentissement de la demande mondiale. Les importations se sont quant à elles repliées de 0,6 % début 2018, freinées par la décélération de l'activité. Au printemps, elles se reprendraient (+1,0 %), puis ralentiraient un peu (+0,7 %), dans le sillage de la demande intérieure. Ainsi, en 2018, les échanges extérieurs ne contribueraient plus à la croissance du PIB (après +0,6 point en 2017), cessant de soutenir une activité britannique en perte de vitesse (+1,3 % de croissance annuelle moyenne, après +1,8 % en 2017, graphique). ■

La demande intérieure ralentirait, le commerce extérieur pèserait sur la croissance



La revalorisation du salaire minimum apporterait 0,4 point de croissance au salaire moyen par tête britannique en 2018

La revalorisation de 4,4 % du salaire minimum britannique des plus de 25 ans au 1^{er} avril 2018 contribuerait pour 0,4 point à la croissance du salaire moyen par tête en 2018. La hausse se propagerait essentiellement aux salaires les plus faibles, comme constaté dans le passé. Cette estimation est issue de l'étude économétrique de l'impact des revalorisations sur la distribution des salaires depuis 1999.

Le salaire minimum a nettement augmenté depuis début 2016

Le 1^{er} avril 2018, le salaire minimum britannique (*National Living Wage - NLW*) des plus de 25 ans a été revalorisé de 4,4 %, passant de 7,50 £ par heure à 7,83 £. Cette hausse intervient après plusieurs fortes revalorisations récentes : le NLW avait été augmenté de 7,5 % pour les plus de 25 ans en avril 2016, puis de 4,2 % un an plus tard. Le salaire moyen par tête (SMPT) a quant à lui augmenté de 5,2 % entre début 2016 et fin 2017. Toutefois, cette nette progression est à mettre en regard de la forte hausse de l'inflation depuis le vote pro-*Brexit* en juin 2016, passée de +0,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2016, à +3,0 % fin 2017. Ainsi, en termes réels, les salaires ont tout de même augmenté de 1,8 % entre début 2016 et fin 2017.

Les revalorisations de salaires bénéficient davantage aux premiers déciles de la distribution

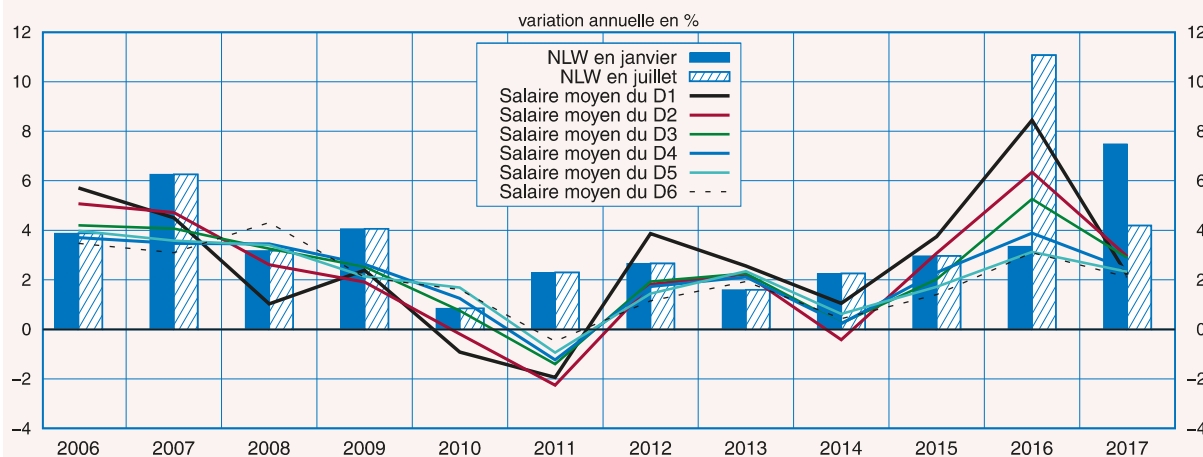
À l'instar de phénomènes déjà constatés dans d'autres pays avancés, l'effet des revalorisations du NLW est plus important sur les faibles salaires puis s'amenuise à mesure que les salaires augmentent. D'une part, une revalorisation du NLW a un effet direct sur les salariés payés au salaire minimum. D'autre part, par effet de diffusion au début de l'échelle des salaires, les salariés payés légèrement au-dessus du salaire minimum en bénéficient également indirectement, notamment par le biais des négociations salariales.

Ainsi, les salariés dont le salaire est inférieur au premier décile (D1), c'est-à-dire les 10 % aux salaires les plus faibles, bénéficient le plus des revalorisations du salaire minimum (*graphique 1*) : en 2016, année de forte revalorisation, leurs salaires ont progressé en moyenne de 8,4 %, contre +6,2 % pour les salariés dont le salaire est inférieur au deuxième décile et supérieur au premier (les 10 % suivants, D2), et +5,3 % pour le dixième des salariés suivants (D3). Les salaires des dixièmes suivants (D4 et D5 sur le *graphique 1*) ont augmenté nettement moins vite en 2016.

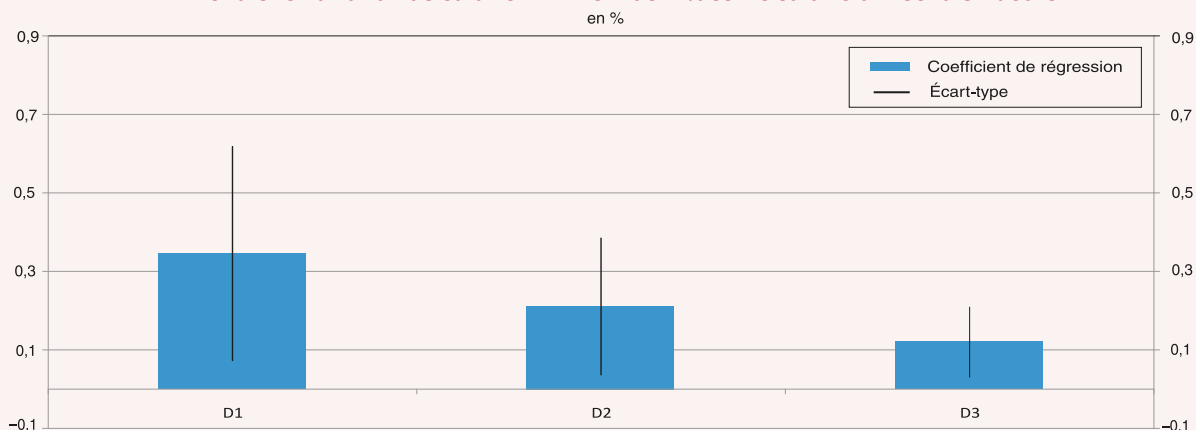
L'étude économétrique de l'effet des revalorisations du NLW sur le salaire moyen selon les déciles de la distribution des salaires révèle que la hausse du salaire minimum aurait un effet significatif seulement sur les trois premiers dixièmes de salariés, c'est-à-dire pour les salaires valant jusqu'à 1,4 fois le NLW. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, l'année de sa mise en place, une revalorisation du NLW de l'ordre de 1 % entraînerait une augmentation de 0,3 % des salaires du D1, de 0,2 % des salaires du D2 et de 0,1 % des salaires du D3 (*graphique 2*). Au-delà du troisième décile, la hausse du salaire minimum ne semble pas avoir d'effet significatif sur les salaires.

Au total, une revalorisation du salaire minimum de 1 % contribuerait à hauteur de près de +0,1 point à la variation du salaire moyen par tête. Ainsi, la hausse du NLW de 4,4 % mise en place le 1^{er} avril 2018 apporterait 0,4 point de croissance supplémentaire des salaires en 2018 (*graphique 3*), et 0,1 point de croissance de la consommation des ménages, toutes choses égales par ailleurs. ■

1 - La hausse du salaire minimum entraîne de plus fortes variations de salaire sur les premiers déciles



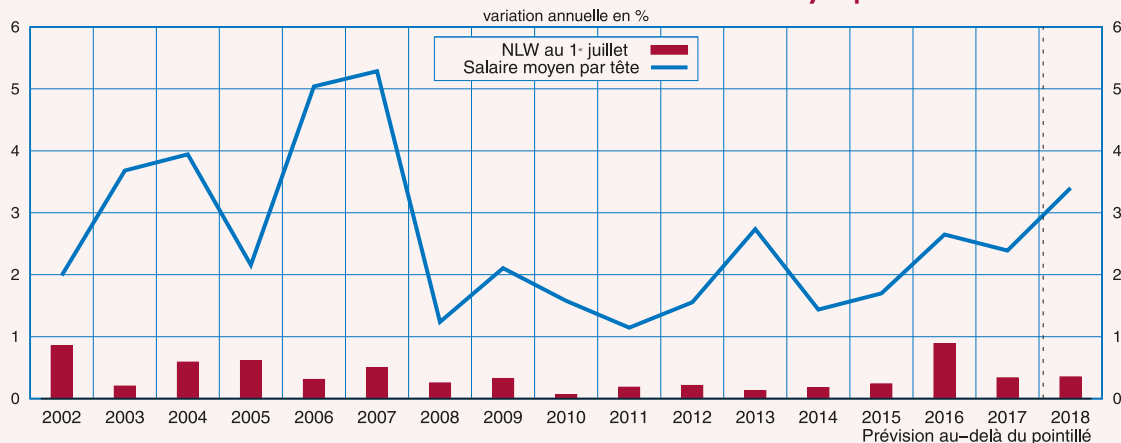
2 - Effet d'une variation du salaire minimum de 1 % sur le salaire annuel d'un décile



Lecture : une revalorisation du salaire minimum de 1 % entraîne une hausse des salaires du D1 comprise entre 0,1 % et 0,6 % avec une probabilité de 95 %, la hausse la plus probable étant de 0,3 %.

Sources : ONS, calculs Insee

3 - Contribution totale du salaire minimum au salaire moyen par tête



Sources : ONS, calculs Insee

Méthodologie

Grâce aux résultats annuels de l'enquête *Annual Survey of Hours and Earnings (ASHE)* de l'Office for National Statistics (ONS), on décompose la population britannique salariée selon les déciles de la distribution des salaires perçus. On reconstitue une série de NLW à partir des annonces de revalorisations des pouvoirs publics depuis 1999.

Un modèle *Seemingly Unrelated Regression Equations (SURE)* permet d'estimer simultanément les variations de salaires des quatre premiers déciles.

Pour chaque décile de D1 à D4¹, on obtient :

$$\Delta \text{Salaire}_{D_1} = -0,01 + 0,35 \times \Delta \text{NLW} + 1,02 \times \Delta \text{Salaire}_{med} - 0,07 \times \text{Indicatrice}_{2005}$$

(-1,25)
(2,48)
(15,5)
(-4,22)

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,70$$

1. Des étalonnages individuels ont permis au préalable d'établir que les salaires au-delà du troisième décile n'étaient pas affectés significativement au seuil de 10 % par une variation du salaire minimum.

$$\Delta\text{Salaire_}D_2 = -0,01 + 0,21 \times \Delta\text{NLW} + 1,02 \times \Delta\text{Salaire_}med - 0,03 \times \text{Indicatrice_}2005$$

(-1,48)
(2,38)
(15,5)
(-2,78)

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,79$$

$$\Delta\text{Salaire_}D_3 = -0,003 + 0,12 \times \Delta\text{NLW} + 1,02 \times \Delta\text{Salaire_}med - 0,01 \times \text{Indicatrice_}2005$$

(-1,38)
(2,65)
(15,5)
(-2,37)

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,90$$

$$\Delta\text{Salaire_}D_4 = -0,002 + 0,04 \times \Delta\text{NLW} + 1,02 \times \Delta\text{Salaire_}med - 0,0001 \times \text{Indicatrice_}2005$$

(-0,90)
(1,23)
(15,5)
(-0,02)

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,94$$

Période d'estimation : 1999-2017

avec :

- $\Delta\text{Salaire_}D_i$ la variation de salaires du dixième de salariés dont le salaire est compris entre le $(i-1)$ ème et le i ème décile ;
- ΔNLW la variation du salaire minimum ;
- $\Delta\text{Salaire_}med$ la variation du salaire médian, qui permet de contrôler pour tous les facteurs touchant l'ensemble de la distribution (inflation, chômage...) tout en limitant le nombre de variables explicatives compte tenu d'un nombre modéré d'observations ;
- $\text{Indicatrice_}2005$ une indicatrice valant 1 en 2005, qui permet de neutraliser une rupture de série liée à un changement méthodologique de l'enquête ASHE sans rétropolation.

L'estimation simultanée des quatre équations par un modèle *SURE* permet d'imposer un coefficient associé à la variable $\Delta\text{Salaire_}med$ invariant pour les quatre déciles : on postule que l'effet des facteurs touchant l'ensemble de la distribution est le même pour les quatre premiers déciles.

On calcule ensuite la moyenne des coefficients β_i devant la variable ΔNLW de chaque équation pour obtenir l'effet sur le salaire total d'une augmentation de 1 % du salaire minimum :

$$\text{Effet sur le SMPT} = \frac{1}{10} \times \sum_{i=1}^4 \beta_i = 0,1 \text{ point}$$

États-Unis

L'investissement des entreprises poursuivrait son accélération

Au premier trimestre 2018, l'activité américaine, portée par la demande intérieure, a augmenté de 0,5 %, soit 0,2 point de moins qu'au trimestre précédent. Elle accélérerait au deuxième trimestre et de nouveau au second semestre, soutenue par l'investissement des entreprises et les dépenses publiques.

En moyenne annuelle, la croissance atteindrait 2,8 % en 2018 après +2,3 % en 2017.

L'activité reprendrait de l'élan d'ici l'été, soutenue par les dépenses des entreprises et de l'État

Au premier trimestre, l'activité américaine a légèrement ralenti (+0,5 % après +0,7 %), pénalisée par la production industrielle (+0,6 % après +1,9 %), notamment dans le secteur manufacturier. Pour le printemps, les indicateurs issus des enquêtes se reprennent dans tous les secteurs. La croissance augmenterait un peu, à +0,7 %.

L'activité accélérerait de nouveau au second semestre 2018 (+0,8 % par trimestre), portée par les dépenses publiques (+2,0 % en prévision pour 2018, après +0,1 % en 2017) dans le cadre d'une politique budgétaire procyclique et par l'investissement des entreprises. Ces dernières profiteront des allègements fiscaux votés en décembre 2017. Après une vive croissance au premier trimestre (+2,2 % après +1,7 %), leurs investissements resteraient dynamiques à +1,6 % au deuxième trimestre puis +2,0 % par trimestre d'ici fin 2018 (*graphique*). En moyenne annuelle, l'investissement des entreprises accélérerait de nouveau en 2018 (+7,4 % après +4,7 %), continuant de soutenir l'activité d'ensemble qui augmenterait de 2,8 % après +2,3 % en 2017.

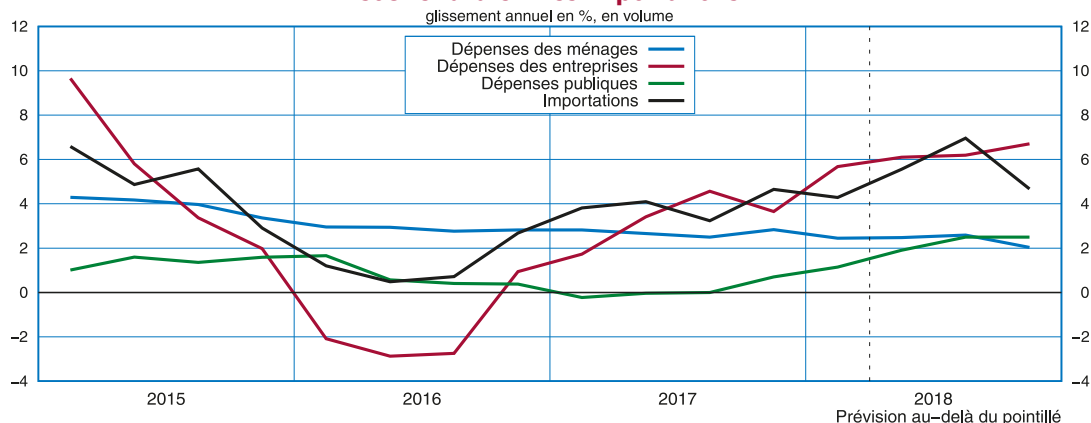
Les ménages continueraient de modérer leurs dépenses

La consommation des ménages a ralenti en début d'année (+0,3 % après +1,0 %). Leur pouvoir d'achat continuerait d'accélérer en 2018 (+2,2 % après +1,2 %), soutenu par les allègements fiscaux et le dynamisme des salaires (+0,9 % par trimestre en prévision pour 2018). Les prix à la consommation continueraient d'accélérer, atteignant +3,1 % en rythme annuel fin 2018. L'inflation augmenterait ainsi de plus d'un point par rapport à fin 2017, sous l'effet des hausses des prix de l'énergie et de la diffusion aux salaires des tensions sur le marché du travail. La consommation des ménages croîtrait solidement (+0,7 % au printemps puis +0,5 % par trimestre) mais un peu moins vite que le pouvoir d'achat. Les ménages stabiliseraient leur taux d'épargne autour de 3,0 % (après 3,9 % début 2017).

Les importations ralentiraient tout en restant dynamiques

Les exportations sont restées toniques en début d'année (+1,0 %), profitant des dépréciations passées du dollar, et conserveraient ce rythme de croissance au deuxième trimestre, puis ralentiraient à +0,8 % par trimestre, dans le sillage de la demande extérieure adressée à l'économie américaine (*éclairage*). Elles continueraient d'accélérer en moyenne en 2018, à +4,2 % après +3,4 %. Les importations, qui ont ralenti en début d'année après une envolée fin 2017 (+0,7 % après +3,4 %) rebondiraient au printemps (+1,6 % puis +1,2 % par trimestre), soutenues par l'investissement des entreprises. En moyenne, elles accéléreraient en 2018 (+5,4 % après +4,0 %), si bien que le commerce extérieur ôterait 0,3 point à la croissance américaine, après -0,2 point en 2017. ■

Les dépenses des entreprises et de l'État, plus dynamiques que celles des ménages, soutiendraient les importations



Sources : BEA, prévision Insee

Un durcissement de la politique commerciale américaine vis-à-vis de la Chine ne serait pas sans risque pour l'activité aux États-Unis

Depuis début 2018, l'administration américaine annonce un durcissement de sa politique commerciale, notamment vis-à-vis de la Chine. Si les dernières annonces d'avril étaient mises en œuvre, elles pourraient faire peser un risque sur la compétitivité des entreprises américaines, compte tenu de l'intégration croissante de l'économie chinoise dans les chaînes de valeur internationales, notamment avec les États-Unis.

L'administration américaine adopte une politique commerciale restrictive vis-à-vis de la Chine

Début avril 2018, l'administration américaine a annoncé une augmentation des droits de douanes jusqu'au seuil de 25 % (contre 2 à 5 %, conformément aux règles de l'Organisation Mondiale du Commerce) sur un volume d'importations en provenance de Chine équivalent à 47 milliards de dollars en 2017¹. Cette mesure, qui pourrait prendre effet d'ici l'été 2018 compte tenu des délais réglementaires, fait suite à une série de décisions prises depuis janvier, qui concernent l'ensemble des partenaires commerciaux des États-Unis, à l'exception des pays ayant négocié des accords spéciaux, comme la Corée du Sud. Ces annonces ciblent des produits spécifiques : les panneaux solaires, les machines à laver puis, dans un deuxième temps, l'acier et l'aluminium. Un relèvement des droits de douanes à hauteur, respectivement, de 10 % et 25 % a été annoncé en mars sur ces deux dernières catégories de produits. Il a notamment été appliqué au Japon dès le mois d'avril et a été étendu à l'Union Européenne, au Mexique et au Canada début juin.

Toutefois, les mesures annoncées jusqu'à présent n'ont pas eu d'effet significatif sur le commerce extérieur des États-Unis. D'une part, la plupart des partenaires commerciaux de l'économie américaine en ont été exemptés, du moins avant le 1^{er} juin ; d'autre part, les produits concernés ne représentent qu'une faible part des importations américaines (par exemple, l'aluminium et l'acier n'en représentent que 1,6 %).

Fin mai, l'administration américaine a également annoncé préparer des mesures concernant les importations d'automobiles. Celles-ci pourraient avoir des effets plus importants, du fait de leur poids plus élevé dans les importations des États-Unis (environ 10,0 %) et parce que les hausses de prix des automobiles consécutives à une éventuelle hausse des droits de douanes seraient plus directement et complètement répercutées sur les prix à la consommation que des hausses de tarifs sur l'acier ou l'aluminium. En effet, ces derniers sont essentiellement des facteurs de production et les entreprises peuvent absorber une partie des hausses de prix en rognant temporairement sur leurs marges. Enfin, l'ampleur finale de ces mesures dépendra de la politique commerciale adaptée en réponse par les partenaires des États-Unis.

Concernant les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine, les annonces d'avril s'inscrivent dans une politique commerciale plus large, qui inclut également une réflexion sur les investissements directs à l'étranger réciproques et les transferts de technologie aux entreprises chinoises. Ceci pourrait donner lieu à des mesures additionnelles.

En 2017, les États-Unis ont importé 506 milliards de dollars de produits chinois et ont exporté 131 milliards de dollars en Chine. Leur déficit courant sur les biens et services vis-à-vis de la Chine s'est donc élevé à 376 milliards de dollars, soit 1,52 % du PIB américain, cette proportion étant globalement stable depuis le début des années 2000. Ce déficit provient des biens, les États-Unis ayant un surplus de 38 milliards de dollars avec la Chine sur les services (56 milliards de dollars d'exportations et 18 milliards de dollars d'importations).

L'objectif affiché par l'administration américaine est de réduire le déficit sur les biens et services avec la Chine de 200 milliards de dollars. Les 50 milliards d'importations ciblées se décomposent en équipements industriels (machines-outils, circuits imprimés, fibre optique, etc.) pour 20 milliards de dollars, de biens de consommation (essentiellement des smartphones et de l'électroménager) pour un montant équivalent et, pour le reste, de véhicules (légers et lourds) et de technologies médicales et de métaux raffinés. L'administration américaine a également annoncé qu'elle pourrait étendre cette mesure à 100 milliards de dollars de produits importés supplémentaires qui comporteraient davantage de biens de consommation.

Les autorités publiques chinoises ont, quant à elles, annoncé des hausses de tarifs douaniers sur un volume équivalent d'exportations en provenance des États-Unis, notamment des produits agricoles et aéronautiques.

Toutefois, les négociations bilatérales se poursuivent parallèlement et les États-Unis ont annoncé qu'ils pourraient réduire le volume des produits ciblés par les relèvement des droits de douanes à 25 milliards de dollars si la Chine consentait à des concessions en matière d'accès du marché chinois aux capitaux américains et si elle s'engageait à accroître ses importations de produits agricoles et pétroliers en provenance des États-Unis. De son côté, la Chine s'est engagée début juin à accroître ses importations depuis les États-Unis de 75 milliards de dollars. À ce stade, la nature et l'ampleur exactes de la politique

1. D'après les données du *Census Bureau*

commerciale américaine vis-à-vis de la Chine pour le second semestre 2018 demeurent dans tous les cas incertaines.

La mise en œuvre des annonces de l'administration de D. Trump ne serait pas sans risques sur l'économie américaine, compte tenu de l'intégration de la Chine dans les chaînes de valeur internationales

Depuis la fin des années 1990, la structure des importations chinoises s'est fortement transformée alors que l'économie chinoise s'est de plus en plus intégrée dans les chaînes de valeur mondiales. Ainsi, alors que la part des biens de consommation manufacturés intensifs en travail (tels que le textile ou le petit électroménager) a chuté de 26 % en 1997 à 12 % en 2017, celle des produits manufacturés complexes (équipements industriels de pointe), des technologies de communication et des produits informatiques est parallèlement passée de 33 % à 54 % sur la période (Baldwin, 2016).

Ces produits étant majoritairement mobilisés par les entreprises des pays importateurs dans leur processus de production, leur importance croissante dans les exportations chinoises se traduit par une intégration accrue de la Chine dans les chaînes de production internationales. Ce constat se retrouve du côté des pays importateurs. Ainsi, d'après Lovely et Liang (2018), l'économie chinoise a fourni en 2014 plus d'un tiers des importations mobilisées dans la production des secteurs de haute technologie aux États-Unis (santé, informatique, équipements). Cette dynamique passe notamment par une fragmentation accrue des processus de production des firmes transnationales, qui a pris la forme de l'ouverture de filiales ou de *joint-ventures* en Chine ou de contrats d'exclusivité avec des entreprises locales. Ainsi, en mobilisant les données douanières chinoises, qui distinguent les flux générés par des firmes

transnationales, Lovely et Liang (2018) estiment qu'en 2014, 48 % des produits exportés par la Chine se sont inscrits dans ce processus. Cette part atteint 60 % pour les exportations destinées aux seuls États-Unis, dont près des deux tiers seraient produites par des filiales d'entreprises non chinoises.

Lovely et Liang (2018) estiment qu'au total 85 % des 50 milliards de dollars d'importations chinoises soumis à la hausse des droits de douanes seraient des biens mobilisés par les entreprises américaines dans leur processus de production. L'application de ces droits de douanes supplémentaires pourrait donc se traduire par une hausse des coûts de production des entreprises américaines dans les secteurs concernés. Cette hausse serait en partie répercutée en aval dans la production domestique, réduisant ainsi leur compétitivité et leur demande de travail. De plus, les États-Unis pourraient certes se tourner vers d'autres pays fournisseurs pour les biens intensifs en travail, qui auraient un écart de coûts de production avec la Chine plus faible que la hausse des tarifs douaniers, mais il sera plus difficile de trouver rapidement un substitut aux importations chinoises plus intensives en technologie. ■

Bibliographie

Baldwin R. (2016), « The great convergence, information technology and the new globalization », Harvard University Press.

Lovely M. et Liang Y. (2018), « Trump taxation primarily hits multinational supply chains, harm US technology competitiveness », *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics.

Japon

Une croissance modérée malgré la bonne tenue du marché du travail

Début 2018, l'activité japonaise s'est contractée après huit trimestres consécutifs de croissance (-0,2 % après +0,3 %). La demande intérieure a en effet diminué (-0,2 % après +0,4 %) alors que les échanges extérieurs ont faiblement contribué à la croissance (+0,1 point). D'ici fin 2018, la demande intérieure soutiendrait à nouveau l'activité : la consommation, bénéficiant de la progression de l'emploi et des salaires, ainsi que l'investissement, seraient un peu plus dynamiques. En moyenne annuelle, l'activité ralentirait en 2018 (+0,8 % après +1,7 %).

La demande intérieure se reprendrait

Au premier trimestre 2018, l'activité japonaise a diminué après huit trimestres consécutifs de croissance (-0,2 % après +0,3 %), pénalisée par des conditions météorologiques défavorables. Elle rebondirait au deuxième trimestre à +0,3 %, puis croîtrait de +0,2 % par trimestre. En moyenne annuelle, la croissance de l'activité se modérerait franchement en 2018 (+0,8 % après +1,7 %), les échanges extérieurs soutenant moins l'activité. La consommation des ménages retrouverait de l'élan (+0,2 % au printemps après -0,1 %, puis +0,3 % par trimestre au second semestre). L'investissement public accélérerait au deuxième trimestre (+0,2 % après -0,1 %, puis +0,5 % par trimestre) tiré notamment par les dépenses militaires et par les infrastructures des Jeux olympiques de 2020. L'investissement des entreprises perdrait de la vigueur au printemps (+0,2 % au deuxième trimestre) puis accélérerait à nouveau (+0,4 % par trimestre au second semestre) avec un taux de profit s'établissant de nouveau à un niveau historiquement élevé.

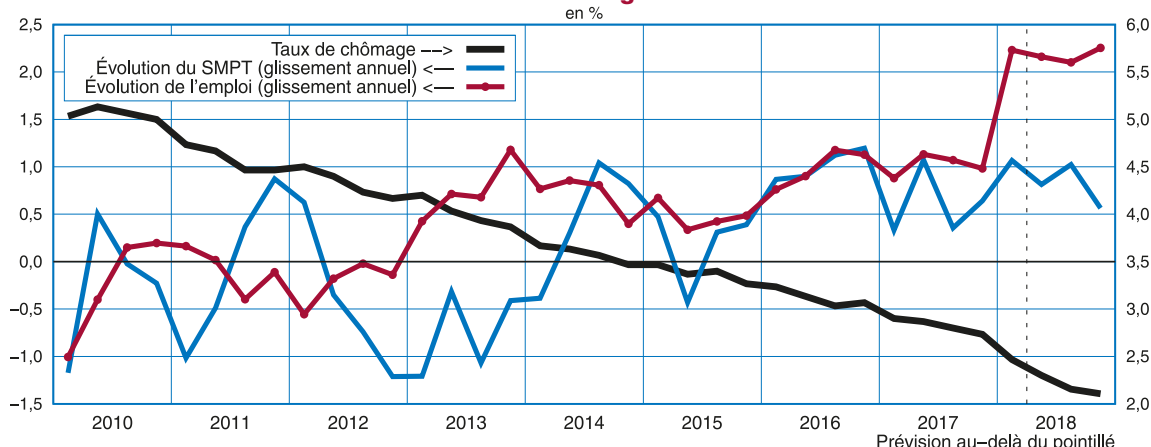
L'emploi et les salaires accéléreraient

L'emploi a été en forte hausse au premier trimestre (+1,4 %), en lien avec l'augmentation du taux d'activité des femmes. Il continuerait de progresser, de 0,3 % aux deuxième et troisième trimestres puis de 0,2 % au quatrième. Par ailleurs, la faiblesse du taux de chômage, à son plus bas historique, et les traditionnelles négociations salariales du printemps (*Shuntō*), permettraient aux salariés d'obtenir des augmentations : les salaires rebondiraient donc en moyenne annuelle en 2018 (+0,8 % après +0,6 %, graphique). L'inflation resterait soutenue (+0,8 % sur un an aux deuxième et troisième trimestres) puis se tasserait au quatrième (+0,2 %), préservant la progression du pouvoir d'achat.

Le commerce extérieur soutiendrait moins l'activité en 2018

Après avoir marqué le pas au premier trimestre (+0,6 % après +2,2 %), les exportations accéléreraient au deuxième trimestre (+1,0 %) puis ralentiraient fin 2018 (+0,4 % par trimestre) en lien avec le moindre dynamisme des importations chinoises. En moyenne annuelle, les exportations japonaises ralentiraient en 2018 (+4,3 % après +6,7 %). Les importations ont fortement ralenti au premier trimestre (+0,3 % après +3,1 %) et diminueraient au deuxième trimestre (-1,0 %) ; elles se reprendraient à +0,9 % par trimestre jusqu'à la fin 2018. En moyenne annuelle, elles ralentiraient un peu en 2018 (+2,3 % après +3,5 %). Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait moins forte en 2018, de +0,4 point après +0,6 point en 2017. ■

La baisse continue du chômage stimule les salaires



Sources : Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications, Cabinet Office of Japan

Économies émergentes

Ralentissement de la demande intérieure chinoise

Début 2018, la croissance se serait maintenue en Chine, à +1,6 %, portée par des exportations dynamiques et la reprise de l'investissement immobilier. Elle ralentirait au printemps, puis augmenterait de 1,5 % par trimestre d'ici la fin de l'année. En moyenne, la croissance chinoise se tasserait à peine en 2018, à +6,4 % après +6,9 %, du fait du ralentissement de la demande intérieure.

En Russie et au Brésil, l'activité s'est reprise en 2017, après deux années de récession, et continuerait de prendre de l'élan en 2018, soutenue par la baisse des taux directeurs et la faiblesse de l'inflation. En Turquie, le climat des affaires s'est nettement dégradé, et l'inflation est remontée : l'activité ralentirait en 2018. En Inde, l'économie poursuivrait son accélération en 2018. Enfin, les pays d'Europe de l'Est conserveraient leur dynamisme, lié à la demande en provenance de la zone euro.

Chine : la demande des ménages se stabilise mais celle des entreprises ne cesse de ralentir

Début 2018, selon les chiffres publiés, l'activité chinoise aurait conservé un rythme de croissance comparable à celui des trimestres précédents (+1,6 %). Les indicateurs de climat des affaires sont mal orientés depuis le début de l'année. Les profits des entreprises ont chuté depuis fin 2017, pénalisés par le fort ralentissement des prix à la

production, notamment dans le raffinage et la sidérurgie, mais leur évolution se stabilise en avril, avec la reprise des prix, notamment du pétrole. L'investissement des entreprises suit une dynamique similaire : après avoir continûment ralenti depuis 2017, il accélère légèrement au printemps, notamment en équipements.

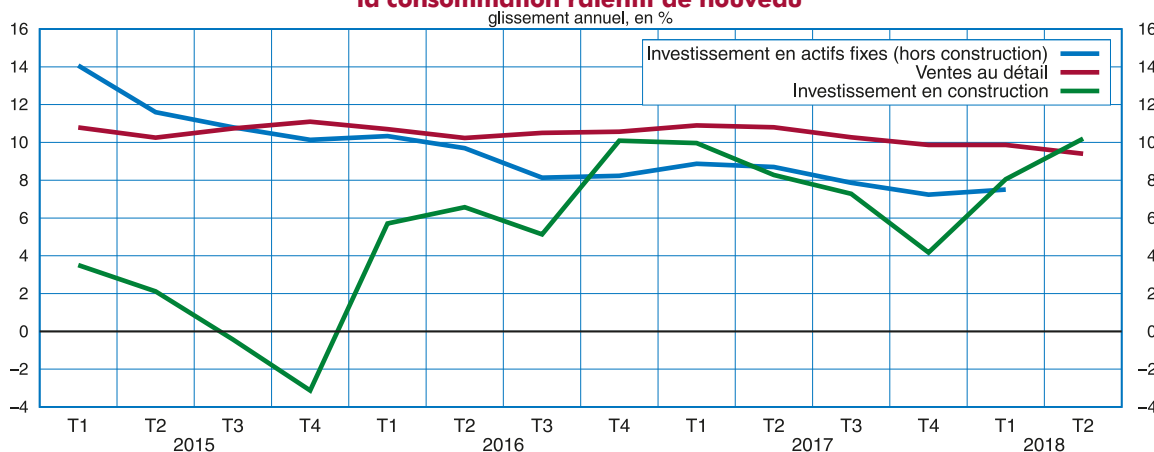
Côté construction, les mises en chantier sont fluctuantes depuis le début de l'année, après deux ans de ralentissement continu, et les prix immobiliers se stabilisent après une forte décélération depuis 2015. L'activité du secteur est soutenue par le développement d'une nouvelle capitale administrative en périphérie de Pékin.

Les ménages auraient quant à eux maintenu leurs dépenses de consommation au début de l'année (autour de +10 % en rythme annuel), à l'occasion du nouvel an chinois, mais les auraient modérées en avril (graphique 1). Les prix ralentissent également, après un rebond ponctuel en début d'année, dans le sillage de leur composante alimentaire.

Ainsi, l'activité chinoise ralentirait un peu au printemps (+1,4 %) puis augmenterait de 1,5 % par trimestre jusque fin 2018. En moyenne annuelle, elle ralentirait en 2018 (+6,4 % après +6,9 %), suivant ainsi la demande intérieure.

Les exportations chinoises ont continué d'accélérer en début d'année (+4,5 % après +2,4 %) mais ralentiraient avec la demande mondiale, à +1,0 %

1 - En Chine, l'investissement des entreprises se stabilise, la consommation ralentit de nouveau



Source : NBSC

au printemps puis +0,8 % par trimestre d'ici la fin de l'année. En rythme annuel, elles continueraient d'accélérer en 2018 (+7,6 % après +3,8 %).

Les importations auraient quant à elles franchement accéléré en début d'année (+8,5 % après +0,4 %) du fait d'un effet calendaire du nouvel an chinois plus prononcé que pour les années précédentes. Elles marqueraient le pas par contrecoup au printemps puis augmenteraient de 1,5 % par trimestre d'ici fin 2018. En moyenne annuelle, elles accéléreraient à nouveau en 2018 (+9,9 % après +8,8 %).

Russie : la demande intérieure prendrait de l'élan

Après deux années de récession, l'activité russe a rebondi en 2017. Début 2018, le climat des affaires est resté favorable et la production industrielle a rebondi (+1,5 % après -1,0 %), soutenue par la production extractive. La demande intérieure a de nouveau progressé, favorisée par la baisse continue de l'inflation (*graphique 2*). Ainsi, l'activité aurait rebondi au premier trimestre 2018, puis conserverait un rythme soutenu d'ici la fin de l'année. En moyenne, l'activité accélérerait un peu, à +1,6 % en 2018 après 1,5 % en 2017.

Brésil : rebond confirmé

Après deux années de récession, la croissance brésilienne est repartie en 2017. Début 2018, le climat des affaires a retrouvé un niveau supérieur au seuil d'expansion après s'être dégradé fin 2017. L'inflation continue de diminuer, favorisant les ventes au détail. Enfin, les exportations en valeur ont nettement accéléré. Ainsi, la croissance a pris de l'élan au premier trimestre. Favorisée par un taux directeur historiquement bas, l'activité continuerait d'accélérer par la suite, et la croissance atteindrait +2,1 % en moyenne en 2018, après +1,0 % en 2017.

Turquie : ralentissement à venir

Après avoir ralenti en 2016, l'activité a repris de l'élan jusque début 2018. Toutefois, en avril, l'opinion des directeurs d'achat s'est nettement dégradée. La livre turque a continué de se déprécier, alimentant l'inflation qui s'établit à +12,1 % sur un an en mai. Début 2018, le PIB a progressé sur un rythme stable (+1,8 %), puis il marquerait le pas au deuxième trimestre. Au second semestre 2018, l'activité croîtrait à un rythme ralenti. En moyenne sur l'année, la croissance atteindrait +5,0 % en 2018, en net ralentissement par rapport à 2017 (+7,3 %).

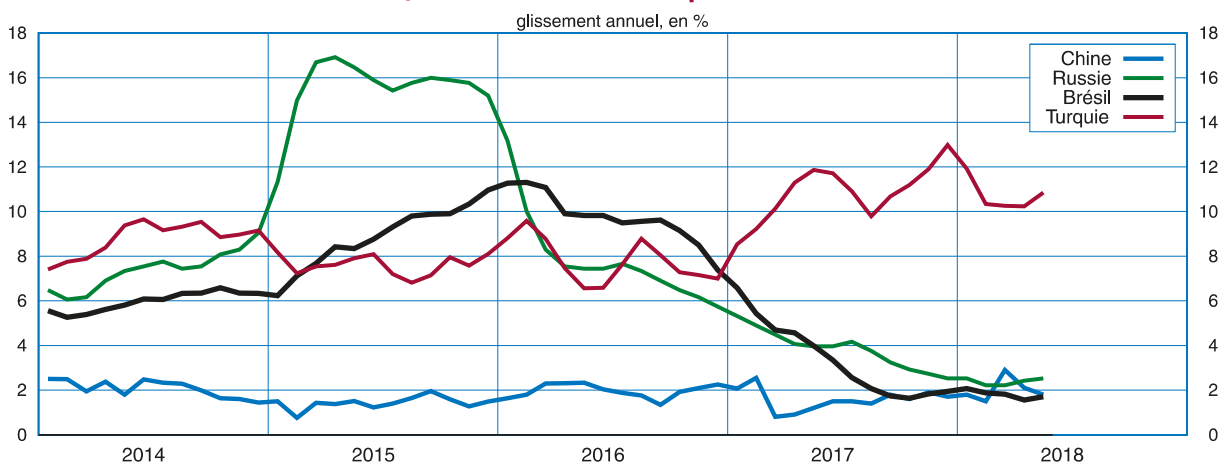
Inde : l'activité repartirait après un ralentissement en 2017

En Inde, l'activité a ralenti en moyenne en 2017, à +6,3 % après +7,9 %, à la suite de la démonétisation surprise des billets de 500 et 1000 roupies fin 2016 et de l'attentisme généré par la mise en place de la TVA unique remplaçant les taxes régionales au 1^{er} juillet dernier. Toutefois, l'activité a accéléré fin 2017, et début 2018 la production industrielle reste dynamique. De plus, l'inflation a cessé de croître, favorisant la demande intérieure. Ainsi, au premier trimestre 2018, l'activité aurait progressé et continuerait d'accélérer par la suite. En moyenne en 2018, la croissance indienne accélérerait à +7,9 %.

PECO : la croissance reste soutenue

En 2017, l'activité dans les Pays de l'Europe Centrale et Orientale (PECO) a accéléré. Début 2018, les enquêtes auprès des directeurs d'achat conservent un niveau élevé, suggérant un maintien de l'activité au premier trimestre 2018. Par la suite, l'activité continuerait de croître à un rythme soutenu jusqu'à la fin 2018. En moyenne en 2018, la croissance conserverait donc son dynamisme (+4,0 % après +4,7 %), lié à la demande en provenance de la zone euro. ■

2 - Au Brésil et en Russie, le ralentissement des prix soutient la demande intérieure



Sources : NBSC, Rosstat, IBGE, Turkstat

