

Allemagne

Une croissance robuste

L'activité allemande a ralenti au troisième trimestre 2016 (+0,2 % après +0,4 %), freinée par un repli des exportations. En revanche, la consommation privée a accéléré, l'investissement en construction a rebondi et la consommation publique est restée vigoureuse. D'ici mi-2017, les gains de pouvoir d'achat ne faibliraient pas malgré un regain attendu d'inflation et la consommation augmenterait solidement, tirant l'ensemble de l'activité. Au total, la croissance s'élèverait à +0,5 % par trimestre d'ici mi-2017. En moyenne annuelle, le produit intérieur brut croîtrait de 1,8 % en 2016 après +1,5 % en 2015. Pour 2017, l'acquis de croissance à l'issue du premier semestre serait de +1,6 %.

Les dépenses des ménages augmenteraient encore nettement

Au troisième trimestre 2016, la consommation des ménages allemands a accéléré (+0,4 %) après un trimestre décevant au regard de leur pouvoir d'achat (+0,2 %). La consommation publique est restée vigoureuse (+1,0 % après +1,2 %). D'ici mi-2017, les gains de pouvoir d'achat seraient robustes, de l'ordre de +2,0 % en rythme annuel, malgré une hausse attendue de l'inflation. La situation de l'emploi resterait en effet très favorable avec un taux de chômage faible, des salaires dynamisés par les négociations salariales de l'été 2016 et une hausse du salaire minimum en janvier 2017. Par ailleurs, les prestations sociales accéléreraient en 2017 du fait des revalorisations des retraites et des allocations versées aux

migrants. Au total, l'activité accélérerait, tirée par la consommation : +0,5 % par trimestre d'ici mi-2017. Elle croîtrait de 1,8 % sur l'ensemble de l'année 2016, soit plus qu'en 2015 (+1,5 %). Pour 2017, l'acquis de croissance serait déjà de +1,6 % à mi-année.

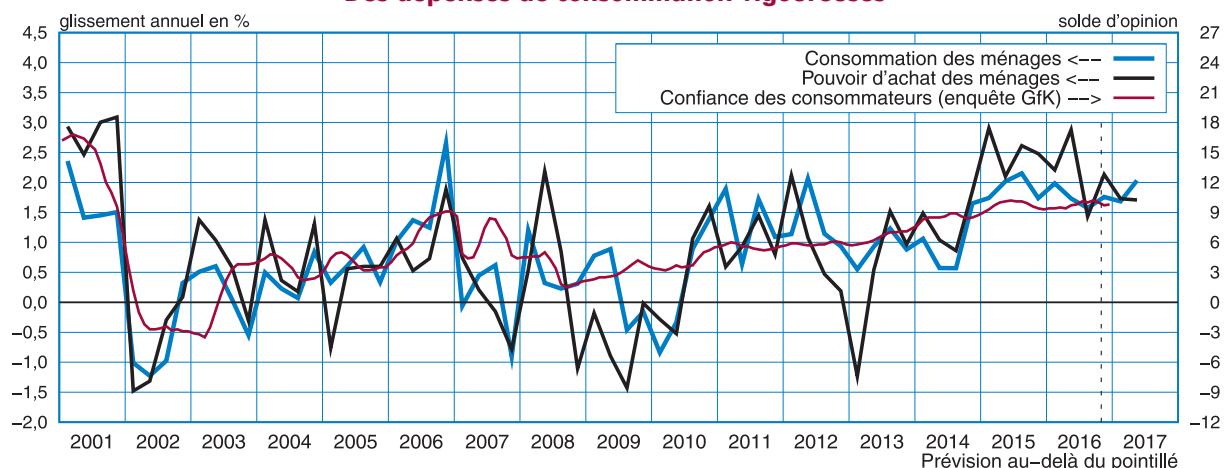
L'investissement retrouverait du tonus

Après avoir fléchi aux deuxième et troisième trimestres 2016 (-2,3 % puis -0,6 %), l'investissement en équipement retrouverait du tonus d'ici mi-2017 (+0,9 % en moyenne par trimestre). En effet, le climat des affaires se stabilise à un niveau élevé en novembre, en particulier les perspectives d'activité, et le taux d'utilisation des capacités industrielles atteint son plus haut depuis 2011. Par ailleurs, l'investissement en construction resterait dynamique (environ +1,0 % par trimestre d'ici mi-2017) comme le suggère la hausse récente des permis de construire.

Les échanges extérieurs pèseraient un peu sur la croissance

Les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance au troisième trimestre (-0,3 point), les importations augmentant faiblement (+0,2 %) alors que les exportations ont baissé (-0,4 %). Au quatrième trimestre 2016 et au premier semestre 2017, les exportations augmenteraient un peu moins vite que les importations, reflétant la conjoncture plus favorable en Allemagne que chez ses principaux partenaires. La contribution du commerce extérieur serait ainsi légèrement négative d'ici mi-2017. ■

Des dépenses de consommation vigoureuses



Sources : Destatis, enquête GfK, prévision Insee

Italie

La reprise se confirme mais resterait timide

Au troisième trimestre 2016, l'activité italienne a redémarré (+0,3 %, après +0,1 %). Un peu d'attentisme des investisseurs avant le référendum constitutionnel du 4 décembre freinerait légèrement l'activité au quatrième trimestre (+0,1 %). Au total, le PIB croîtrait de 0,9 % en 2016, soit un peu plus qu'en 2015 (+0,6 %). Au premier semestre 2017, la demande intérieure stimulerait modestement l'activité (+0,2 % par trimestre).

L'investissement en construction reprend après une décennie de crise

En 2016, l'investissement en construction augmenterait pour la première fois depuis dix ans (+1,0 % après -0,8 %). Il continuerait de croître nettement d'ici mi-2017 : le climat des affaires s'améliore dans le secteur (*graphique*) et les transactions immobilières reprennent. L'acquis de croissance pour 2017 serait alors déjà de +0,9 % à mi-année.

L'investissement en équipement resterait très dynamique

L'investissement en équipement a été très tonique au troisième trimestre 2016 : +3,0 % après neuf trimestres consécutifs de hausse vigoureuse (en moyenne +1,0 %). Les conditions restent favorables : la demande progresse, les entreprises ont restauré leur capacité d'autofinancement, les conditions de crédit se sont assouplies et le dispositif de suramortissement (en vigueur jusqu'à fin 2017), serait renforcé dès janvier pour les investissements liés aux nouvelles technologies. Il souffrirait toutefois temporairement de l'attentisme précédant le référendum constitutionnel du 4 décembre (+0,1 % au quatrième trimestre).

Puis il redémarrerait (+1,0 % en moyenne par trimestre) si le climat des affaires ne pâtit pas des incertitudes politiques engendrées par la victoire du « non ». Au total sur l'année, il resterait très dynamique en 2016 (+4,7 % après +4,3 %) et son acquis à mi-année en 2017 serait encore solide (+3,5 %).

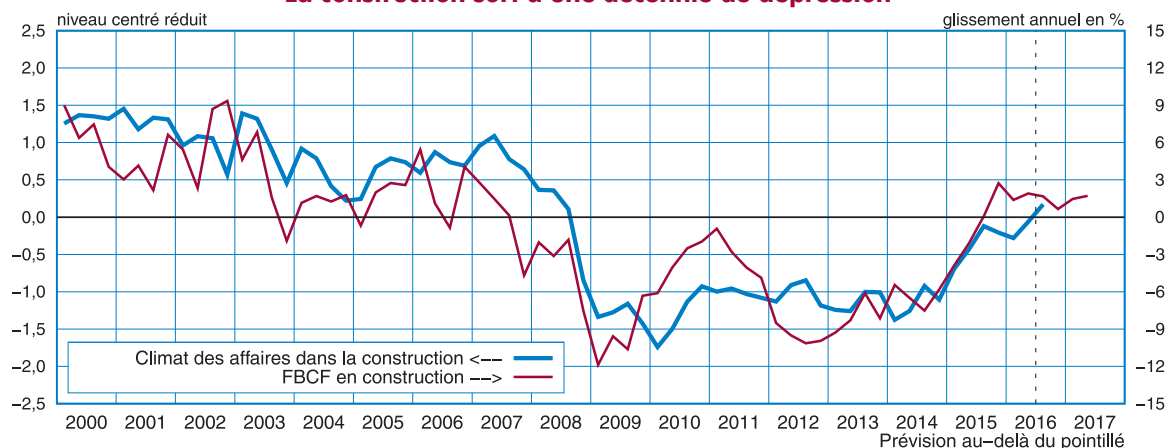
La consommation croîtrait modérément

Au troisième trimestre 2016, la consommation des ménages est restée atone (+0,1 %), malgré le recul passé du chômage et de nets gains de leur pouvoir d'achat depuis un an. Elle accélérerait à peine d'ici mi-2017 (+0,2 % en moyenne par trimestre). La progression des salaires nominaux serait en effet compensée par un léger regain d'inflation. Cependant, une baisse de la taxe foncière fin 2016, puis une revalorisation des retraites en 2017, contribueraient à rehausser le pouvoir d'achat.

Trois séismes ont frappé l'Italie entre août et octobre 2016 : la réparation des importants dégâts matériels occasionnés engendrerait de nouvelles dépenses publiques. De même, le sauvetage et l'accueil d'un nombre croissant de réfugiés nécessitent plus de dépenses. Au total, la consommation publique augmenterait en 2016 (+0,6 %), pour la première fois depuis 2011. Elle croîtrait encore modérément début 2017.

Au total, la croissance serait faible au quatrième trimestre 2016 (+0,1 %) puis accélérerait à peine début 2017 (+0,2 % par trimestre), portée par la demande intérieure. Le commerce ne contribuerait quasiment pas. L'acquis de croissance pour 2017 atteindrait +0,6 % à l'issue du deuxième trimestre, après +0,9 % sur l'ensemble de l'année 2016. ■

La construction sort d'une décennie de dépression



Sources : Istat, prévision Insee

Espagne

Le PIB en voie de retrouver son niveau d'avant-crise

Au troisième trimestre 2016, le produit intérieur brut espagnol a légèrement ralenti (+0,7 %, après +0,8 %). Au cours des trimestres suivants, l'activité resterait dynamique mais décélérerait du fait de la demande intérieure. La croissance se maintiendrait à +0,7 % au quatrième trimestre puis atteindrait +0,6 % au premier trimestre 2017 et +0,5 % au deuxième. Le PIB retrouverait ainsi son niveau de début 2008 au printemps prochain.

La consommation ralentirait début 2017

La consommation des ménages resterait soutenue en 2016 (+3,1 % en moyenne annuelle, après +2,9 %) portée par la vigueur de l'emploi, la faiblesse de l'inflation et un léger redémarrage des salaires. Elle resterait dynamique fin 2016 (+0,7 %) et décélérerait début 2017 (+0,6 % au premier trimestre puis +0,5 %), notamment la consommation d'automobiles, pénalisée par la fin du dispositif de prime à la casse depuis l'été. En effet, le pouvoir d'achat ralentirait légèrement (*graphique*), érodé par un regain d'inflation (+1,5 % sur un an mi-2017 contre -1,0 % mi-2016) dû à sa composante énergie et à une hausse des taxes sur l'alcool et le tabac. De plus, l'emploi décélérerait légèrement. Son essor passé provenait en partie du secteur touristique, dont le potentiel d'expansion devient plus limité. Le taux de chômage, encore élevé, continuerait de reculer, à 18,0 % mi-2017, un niveau inférieur de 2 points à celui de mi-2016 et de 8 points à son pic début 2013. En revanche, les salaires seraient stimulés par la forte hausse du salaire minimum en janvier 2017 (+8 %).

La consommation publique a rebondi à l'été après s'être contractée au printemps. Elle ralentirait

fortement par la suite. En effet, l'ampleur du déficit budgétaire (5,2 % du PIB en 2015) amènerait le nouveau gouvernement, nommé après dix mois de blocage politique, à limiter les dépenses.

L'investissement productif s'essoufflerait

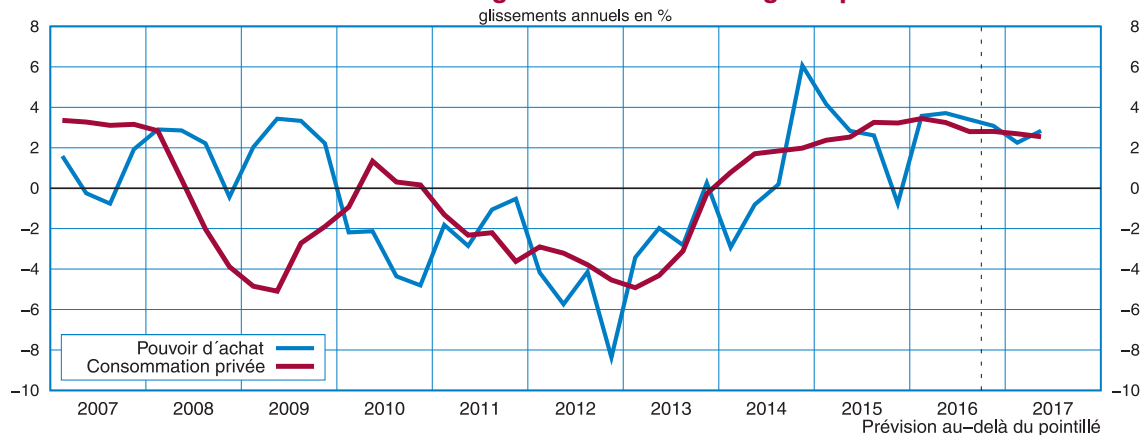
Bénéficiant de conditions de financement favorables, l'investissement en biens d'équipement resterait dynamique en prévision, après un trou d'air à l'été. Toutefois, il croîtrait moins vite qu'au premier semestre 2016 : le taux d'investissement se rapproche de son niveau de 2008 et le processus de rattrapage s'essoufflerait. En revanche, la nette reprise des permis de construire suggère que l'investissement en construction augmentera vigoureusement.

Le commerce extérieur cesserait de tirer la croissance

Malgré une croissance espagnole plus forte que chez ses principaux partenaires commerciaux, le commerce extérieur a favorisé la croissance les trois premiers trimestres de 2016, du fait de la faiblesse des importations. Celles-ci rebondiraient fin 2016 et le commerce extérieur pèserait légèrement sur la croissance, puis serait neutre au premier semestre 2017.

Au total, la demande intérieure ralentissant, l'activité freinerait un peu, tout en restant robuste : de +0,7 % au quatrième trimestre 2016 jusqu'à +0,5 % au deuxième trimestre 2017. En moyenne sur l'année, le produit intérieur brut croîtrait de 3,2 % en 2016, comme en 2015. Au printemps 2017, il retrouverait son niveau trimestriel de début 2008 et son acquis de croissance pour l'année serait déjà de +2,1 %. ■

La consommation ralentirait légèrement dans le sillage du pouvoir d'achat



Source : INE, prévision Insee

Royaume-Uni

En attendant le Brexit

Au troisième trimestre 2016, l'économie britannique est restée dynamique (+0,5 % après +0,7 %), malgré les craintes suscitées par le résultat du référendum sur le Brexit. Toutefois, l'activité ralentirait en fin d'année 2016 (+0,3 %) et début 2017 (+0,3 % au premier trimestre puis +0,2 % au deuxième), dans le sillage de la demande intérieure. En effet, l'inflation s'élèverait, sous l'effet de la forte dépréciation de la livre, et pénaliserait le pouvoir d'achat des ménages et donc leur consommation. En outre l'investissement serait affaibli par l'attentisme des entrepreneurs avant que les modalités du Brexit ne se précisent. L'acquis de croissance pour 2017 s'élèverait à +1,1 % à mi-année après +2,0 % sur l'ensemble de l'année 2016.

Les ménages pâtissent d'un net regain d'inflation

Après le vote décisif du Brexit le 23 juin, la livre s'est fortement dépréciée : le taux de change effectif réel a reculé de 14 % en moyenne entre mai et novembre. Alimentée par cette dépréciation et le redressement des prix de l'énergie, l'inflation grimperait à nouveau, jusqu'à +2,2 % sur un an mi-2017 contre +0,1 % un an plus tôt. De plus, l'emploi ralentirait franchement, comme le suggère le tassement des perspectives d'embauches dans les enquêtes de conjoncture. Au total, le pouvoir d'achat des ménages britanniques décélérerait nettement d'ici mi-2017 et leur confiance s'érode depuis le vote pro-Brexit (éclairage). Leur consommation ralentirait après avoir surpris par son dynamisme à l'été (+0,7 %) : +0,3 % au quatrième trimestre, puis +0,1 % en moyenne par trimestre jusqu'à mi-2017.

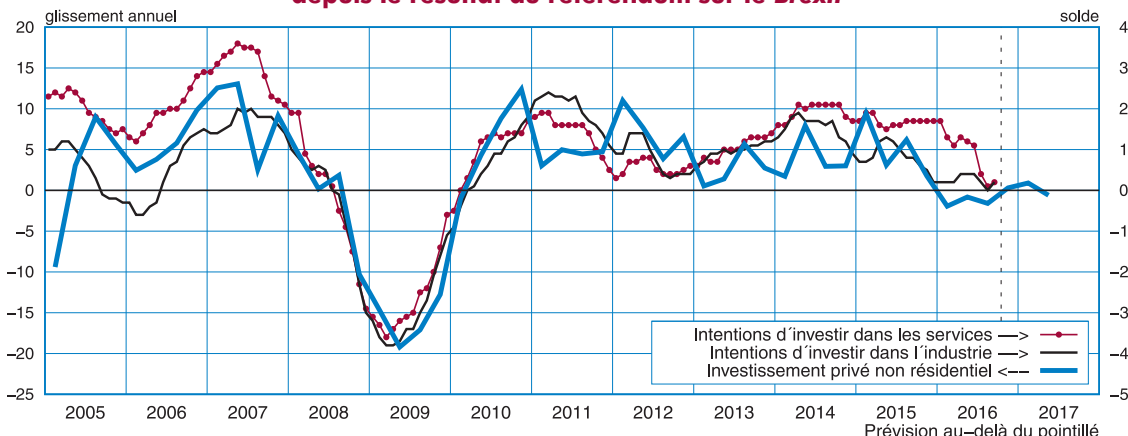
L'investissement privé se replierait

Depuis le printemps l'investissement résidentiel des ménages baisse sous l'effet d'une nouvelle taxe sur les acquisitions de résidences secondaires introduite en avril, auquel s'ajoute un attentisme post-référendum. Il diminuerait de nouveau d'ici mi-2017. Les entreprises, pour leur part, reviennent à la baisse leurs intentions d'investir, dans les services comme dans l'industrie (graphique), et leur investissement baisserait d'ici mi-2017 après avoir été résilient à l'été 2016 (+0,9 %). Seul l'investissement public progresserait à cet horizon, stimulé par une relance budgétaire. L'acquis de croissance de l'investissement total à mi-année serait de +0,3 % pour 2017, en net ralentissement par rapport à 2016 (+1,2 %) et 2015 (+3,4 %).

Le commerce extérieur serait le principal moteur d'une activité en nette perte de vitesse

Les exportations britanniques ont légèrement rebondi au troisième trimestre (+0,7 % après -1,0 %). Elles resteraient allantes d'ici mi-2017 (+0,9 % en moyenne par trimestre), dopées par les gains de compétitivité-prix résultant de la dépréciation de la livre et par le dynamisme de la demande étrangère. Les importations, elles, stagneraient quasiment sur la période. Le commerce extérieur serait ainsi le principal moteur d'une activité britannique en nette perte de vitesse : sa contribution s'élèverait à +0,2 point en moyenne par trimestre, à une croissance du produit intérieur brut de +0,3 % fin 2016 et début 2017 puis +0,2 % au deuxième trimestre. L'acquis de croissance à mi-année serait de +1,1 % en 2017, contre +1,7 % un an plus tôt. ■

Les chefs d'entreprises reviennent en nette baisse leurs intentions d'investir depuis le résultat du référendum sur le Brexit



Sources : ONS, Bank of England, prévision Insee

Quelles conséquences à court terme du référendum décidant du *Brexit* ?

À la suite du vote pro-*Brexit*, plusieurs risques, et autant de canaux de transmission de ce choc politique à l'économie réelle pouvaient être envisagés à court terme : un choc de change avec la dépréciation de la livre ; des effets de richesse négatifs à travers la baisse des prix des actifs immobiliers ou financiers ; un choc financier, sous la forme de hausse de taux d'intérêt ou de durcissement de conditions de financement de agents privés si les banques britanniques étaient l'objet de défiance ; un choc d'incertitude, si les entreprises étaient conduites à différer leurs achats.

À plus long terme, l'impact du *Brexit* passerait par d'autres canaux, notamment commerciaux, si la nature des nouvelles relations entre le Royaume-Uni et le reste de l'Europe devait être nettement modifiée, notamment si les tarifs douaniers étaient rehaussés ou si le passeport financier européen était retiré aux banques.

À court terme, plus de peur que de mal sur la sphère financière

Parmi les différents risques, certains ne se sont pas matérialisés à court terme. Notamment, sur la sphère financière, les cours des actions, après avoir brièvement baissé, sont rapidement revenus au niveau d'avant vote, au Royaume-Uni comme ailleurs en Europe. De même, la volatilité des indices boursiers n'a que temporairement augmenté et de façon réduite. Concernant les conditions de financement, la réaction des autorités monétaires britanniques a entraîné une légère baisse des taux d'intérêt souverains et privés avant qu'ils ne remontent dans le mouvement généralisé de hausse en novembre. Enfin, les banques ne signalent pas davantage de restriction des conditions d'offre dans les enquêtes.

Le taux de change de la livre s'est fortement déprécié

La livre s'était dépréciée à l'approche du scrutin, notamment vis-à-vis de l'euro, passé de 0,75 livre en janvier à 0,79 en juin 2016. Elle a chuté à la suite des résultats du vote, sous l'effet de ventes massives d'actifs en devise, jusqu'à 0,90 livre pour 1 euro en octobre, avant de s'apprécier à nouveau en

novembre. Au total, le taux de change effectif réel (TCER), mesuré comme la somme pondérée des taux de change avec les principaux partenaires commerciaux, s'est dégradé de 16 % entre janvier et novembre 2016 (*graphique 1*).

Les prix des produits importés, exprimés en livres, ont donc augmenté alors que les prix des exportations, exprimés en monnaies étrangères, ont baissé. À moyen terme, cette évolution favorise le commerce extérieur britannique car elle renforce la compétitivité-prix des exportateurs : l'élasticité de long terme au TCER des exportations britanniques est de l'ordre de -0,5 (Borey et Quille, 2013) : ainsi, en moyenne, une baisse de 16 % du TCER induirait une hausse à terme de 8 % des exportations. Cependant, l'attentisme provoqué par la perspective des négociations commerciales modèrerait les exportations qui progresseraient seulement un peu plus vite (+0,9 % en moyenne par trimestre d'ici mi-2017) que la demande adressée (+0,7 %).

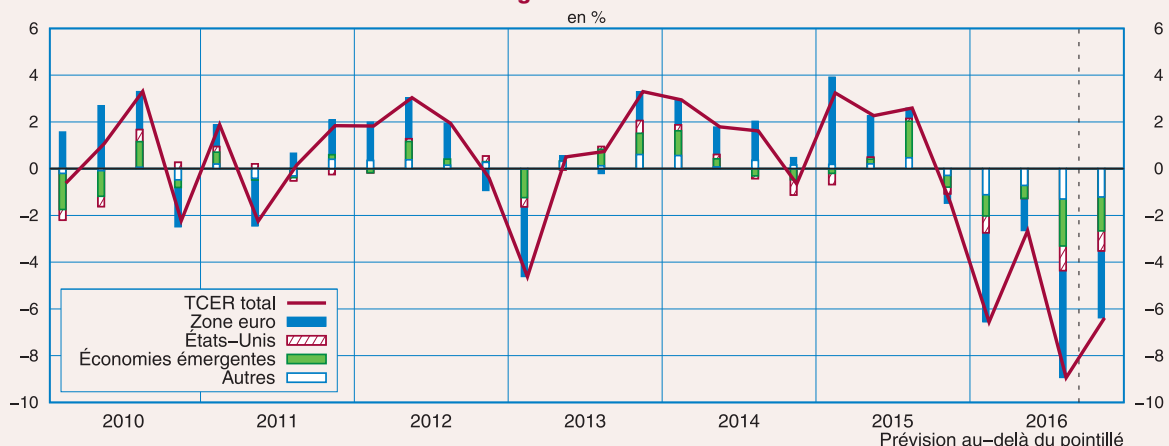
L'augmentation de l'inflation érode le pouvoir d'achat des ménages

En revanche, la chute de la livre a aussi renchéri les importations, notamment des produits pétroliers. Les prix de l'énergie ont ainsi augmenté de 2,5 % au deuxième trimestre puis de 1,3 % au troisième trimestre. La dépréciation de la livre a contribué pour près des 3/4 à cette hausse. Par ailleurs, 41 % des produits manufacturés consommés au Royaume-Uni étant importés, la dépréciation de la livre provoque aussi une accélération des prix sous-jacents. Au total, l'inflation a augmenté de +0,2 % en janvier 2016 à +0,9 % en octobre et atteindrait +2,2 % en juin 2017. En comparaison, l'inflation dans la zone euro est passée de +0,3 % en janvier 2016 à +0,5 % en octobre puis s'élèverait à +1,0 % mi-2017 (*graphique 2*).

La dépréciation de la livre augmente les coûts de production ce qui renforcerait à terme son impact sur l'inflation

À court terme cependant, la dépréciation de la livre a surtout pénalisé les producteurs, en renchérissant leurs consommations intermédiaires. Selon l'Office for

1 - Évolution trimestrielle du taux de change effectif réel de la livre et contribution des monnaies



Source : Insee

Développements internationaux

National Statistics, la hausse des prix de production de 7,2 % en septembre sur un an s'explique pour 4,7 points par la hausse des prix de leur composante importée.

Dans un premier temps, la hausse des prix des consommations intermédiaires pèserait sur les marges des entreprises avant de se diffuser aux prix à la consommation. L'impact *in fine* sur les prix à la consommation dépendra de la vitesse à laquelle les entreprises répercuteront la hausse de leurs coûts de production dans leurs prix de vente.

Les ménages « surconsomment » un peu en prévision de la hausse de prix

Les enquêtes de conjoncture auprès des ménages indiquent que les Britanniques sont bien plus nombreux à anticiper une hausse des prix au cours des prochains mois (graphique 3). Face à la perspective d'un regain d'inflation qui réduira leur pouvoir d'achat, les ménages sont peu enclins à épargner et sont aussi plus nombreux à juger opportun de faire des achats importants. De fait, les ventes au détail ont bondi en juillet (+2,0 %), se sont stabilisées les deux mois suivants et ont à nouveau fortement augmenté en octobre (+1,9 %). Le dynamisme provient notamment des achats d'ordinateurs (+25,6 % en octobre sur un an) et d'équipements de musique et vidéo (+7,4 %), produits quasi-intégralement importés. Les données de

comptabilité nationale confirment le dynamisme de la consommation des ménages au troisième trimestre (+0,7 %). Cette « fuite devant la monnaie » ne serait que temporaire et la consommation faiblirait rapidement pour se retrouver plus en phase avec le pouvoir d'achat d'ici mi-2017, au fur et à mesure de la diffusion du choc d'inflation.

Le choc d'incertitude pénaliserait l'investissement

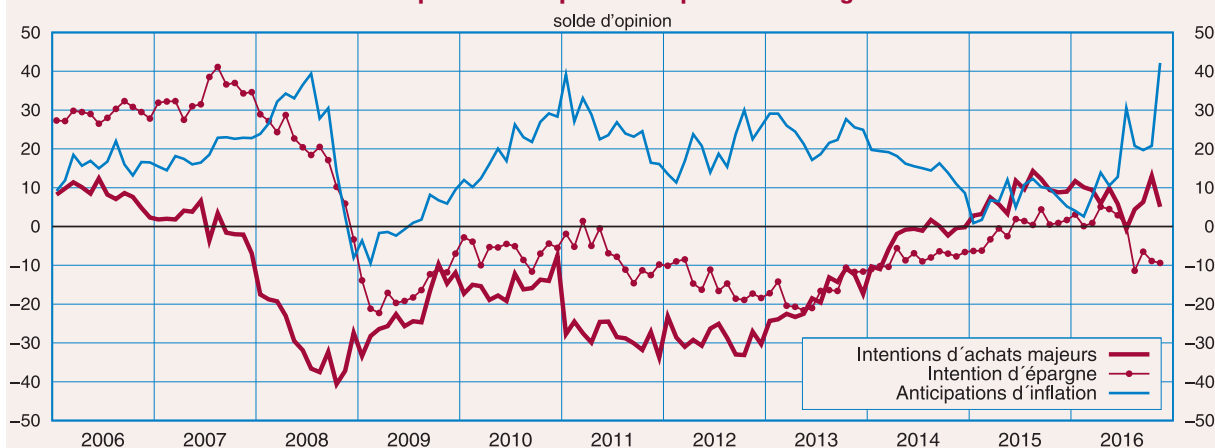
La première estimation des comptes trimestriels portant sur le troisième trimestre indique une résilience de l'investissement des entreprises (+0,9 % après +1,0 %). Mais les incertitudes quant aux modalités du *Brexit* provoqueraient un attentisme des investisseurs qui pèserait sur leurs achats d'ici mi-2017 et qui perdurerait tant que ces modalités ne seront pas précisées. Selon les enquêtes de la Bank of England, les intentions d'investir sont au plus bas, en particulier dans les services. Ainsi, plusieurs syndicats d'entreprises (par exemple British Bankers' Association au Royaume Uni, Verband der Automobilindustrie en Allemagne) ont annoncé leur volonté de délocaliser une partie de leur activité productive dans le reste de l'Union européenne si les négociations relatives au *Brexit* se traduisaient par l'instauration de trop fortes barrières à l'échange (hausse de tarifs douaniers ou

2 - Glissement annuel des prix à la consommation



Sources : ONS, Eurostat, prévision Insee

3 - Enquêtes de conjoncture auprès des ménages



Source : Commission européenne (DG ECFIN)

suppression du passeport financier européen). En outre, selon une estimation réalisée par l'institut CEBR en novembre, à partir d'une enquête auprès de 1 015 responsables de sociétés représentatives de l'économie britannique, un tiers des entreprises ont décidé de reporter ou d'abandonner des projets d'investissement pour des raisons liées au Brexit.

Néanmoins, d'autres déterminants de l'investissement jouent également et atténueraient cet effet ; notamment les carnets de commandes restent bien garnis, les conditions de financement largement favorables et le taux d'utilisation des capacités de production demeure élevé dans l'industrie.

Les prix de l'immobilier ont jusqu'à présent résisté

Le dynamisme du marché immobilier a soutenu le fort dynamisme de l'économie britannique de mi-2013 à mi-2016, directement via la contribution de l'investissement des ménages, et indirectement via les effets de richesse générés par la hausse des prix immobiliers (Cornuet *et al.*, 2016). L'introduction en avril du *Stamp Duty* (équivalent aux « frais de notaire » acquittés lors des transactions immobilières) sur les transferts de propriété des résidences secondaires avait

provoqué une forte hausse des transactions, suivi d'un effondrement, qui a contribué à un retournement de l'investissement résidentiel depuis deux trimestres. Au-delà de cet effet, les perspectives de prix et de volumes sur le marché immobilier ne semblent pas s'infléchir depuis le référendum, selon les enquêtes de conjoncture (graphique 4).

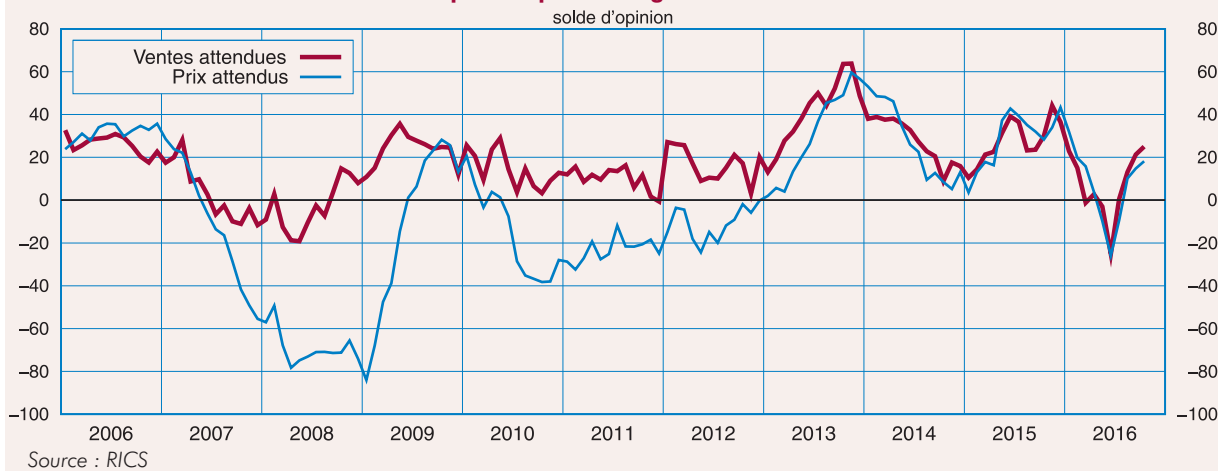
Du reste, les prix immobiliers ralentissent légèrement depuis le référendum, selon l'indice *Nationwide*, mais ne semblent pas non plus s'infléchir franchement (graphique 5). D'ici mi-2017, les prix tendraient à se stabiliser, ce qui éloignerait la perspective d'une chute des dépenses des ménages via des « effets de richesse ». ■

Bibliographie

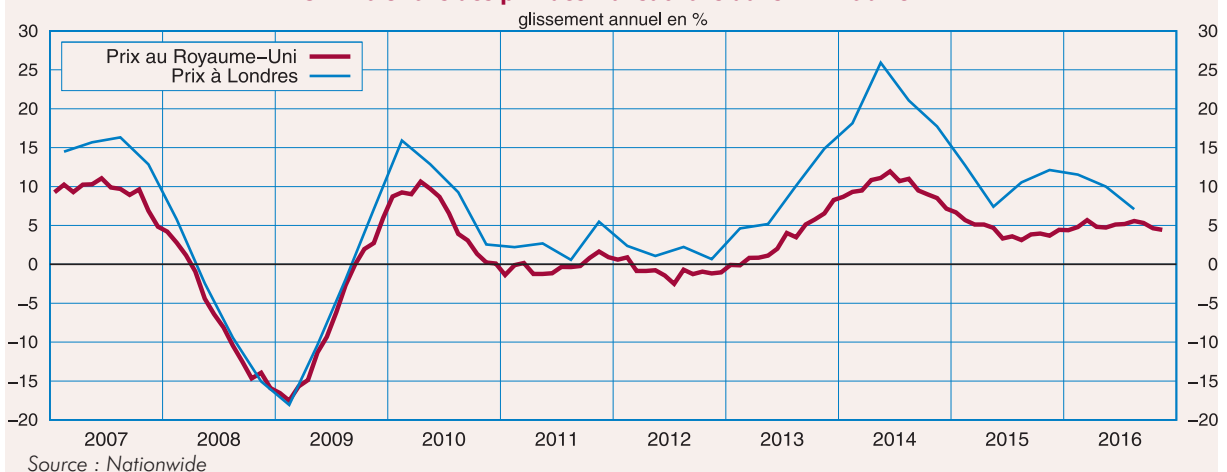
Borey G. et Quille B. (2013), « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? », *Note de conjoncture*, juin, p. 19-40.

Cornuet F., Hauseux Y. et Pramit J. (2016), « Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France de mi-2013 à mi-2016 », *Insee Analyses* n° 27.

4 - Enquête auprès des agents immobiliers



5 - Évolutions des prix des transactions dans l'immobilier



États-Unis

La croissance dans son élan

Au troisième trimestre 2016, l'activité a accéléré (+0,8 % après +0,4 %), malgré un léger tassement de la demande intérieure : les exportations ont nettement accéléré et le comportement de stockage a favorisé la croissance (+0,1 point), après cinq trimestres consécutifs de déstockage. Au quatrième trimestre, la croissance resterait solide (+0,6 %), tirée par une demande intérieure revigorée. Néanmoins, en moyenne sur l'année, l'activité ralentirait (+1,6 % après +2,6 %), pénalisée par le recul de l'investissement des entreprises, notamment dans le secteur pétrolier. Elle ralentirait de nouveau légèrement au premier semestre 2017 (+0,5 % par trimestre) car avec un pouvoir d'achat érodé par un regain d'inflation, les ménages freineraient un peu leur consommation alors que l'investissement des entreprises continuerait d'augmenter modérément. Les changements de politique économique annoncés après l'élection présidentielle pourraient n'avoir qu'un impact limité sur l'économie avant mi-2017.

L'activité retrouve du tonus

Au troisième trimestre 2016, la production industrielle s'est redressée après trois trimestres de recul. À l'automne, le climat des affaires est favorable dans l'industrie comme dans les services. Le taux d'utilisation des capacités augmente à nouveau légèrement depuis juin. Les forages de nouveaux puits de pétrole sont plus nombreux depuis l'été après s'être effondrés entre fin 2014 et mi-2016. Ainsi, l'activité a repris de l'élan au troisième trimestre (+0,8 % après +0,4 %), après avoir été pénalisée depuis mi-2015 par un cycle de déstockage et la contraction de l'investissement privé, notamment dans les structures minières et pétrolières (éclairage et graphique). Le comportement de stockage serait neutre d'ici mi-2017. L'investissement des entreprises

progresserait de nouveau modérément, avec un acquis de croissance pour 2017 à mi-année prévu à +1,4 % contre -0,6 % en 2016. La croissance américaine resterait ainsi robuste en prévision : +0,6 % fin 2016 puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2017, portant la croissance annuelle à +1,6 % en 2016 (après +2,6 % en 2015) et l'acquis de croissance à mi-année à +1,8 % pour 2017.

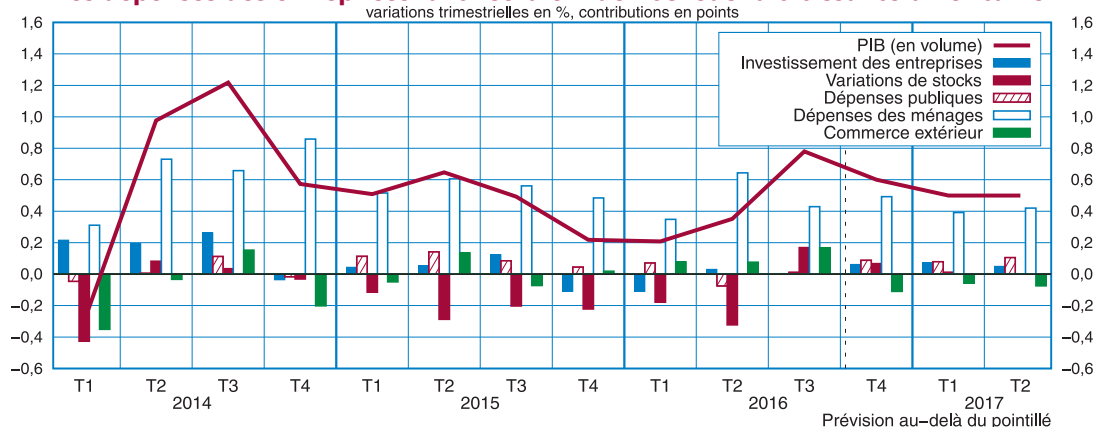
Le pouvoir d'achat des ménages ralentirait un peu, leur consommation aussi

Du fait de l'affaissement passé de la croissance, l'emploi ralentirait un peu mais resterait suffisamment dynamique pour que le taux de chômage se stabilise au-dessous de 5,0 % en prévision. Par ailleurs, l'inflation s'élèverait progressivement, à +2,1 % sur un an mi-2017, du fait de sa composante énergétique. Au total, le pouvoir d'achat des ménages ralentirait un peu. Leur consommation décélérerait en conséquence, tout en restant solide (+0,7 % au quatrième trimestre puis +0,5 % par trimestre début 2017).

Le commerce extérieur serait quasiment neutre sur la croissance d'ici mi-2017

Les exportations ont fortement accéléré au troisième trimestre 2016 (+2,4 %, après +0,4 %), surtout du fait d'exportations agricoles exceptionnelles vers l'Amérique latine. Elles stagneraient fin 2016 puis croîtraient quasiment au même rythme que la demande adressée au pays d'ici mi-2017 (+0,6 % par trimestre), malgré l'appréciation passée du dollar. Après avoir été quasi stables pendant un an, les importations ont retrouvé un peu de tonus au troisième trimestre (+0,5 %), et accéléreraient progressivement jusqu'à +0,9 % au deuxième trimestre 2017. Au total, le commerce extérieur serait quasiment neutre sur la croissance. ■

Les dépenses des entreprises favoriseraient de nouveau la croissance américaine



Sources : BEA, prévision Insee

Le repli de l'industrie minière explique une bonne part du ralentissement de l'activité américaine depuis 2015

De 2005 à 2014, l'activité minière s'est fortement accrue aux États-Unis

En termes de valeur ajoutée, l'activité minière aux États-Unis représente environ 2,0 % du produit intérieur brut (PIB). Elle produit pour un peu plus de moitié du pétrole et du gaz, pour environ 20 % d'autres minerais, pour un quart des services supports pour ces activités d'extraction, le reste se composant de produits chimiques, plastiques et autres dérivés du pétrole.

De 2005 à 2014, l'activité minière s'est fortement développée aux États-Unis malgré quelques à-coups, sous l'effet du déploiement des techniques innovantes d'extraction pétrolière et gazière dites « par fracturation » (*fracking*). Celles-ci permettent d'exploiter à coûts réduits des gisements enfouis sous une roche dure, difficilement accessibles jusqu'alors. Ainsi, les quantités extraites de pétrole et de gaz bruts ont très fortement augmenté en dix ans (*graphique 1*), par suite de l'envol du nombre de forages horizontaux, qui sont majoritairement ceux pour lesquels les techniques d'extraction par fracturation sont mises en œuvre (*graphique 2*)¹.

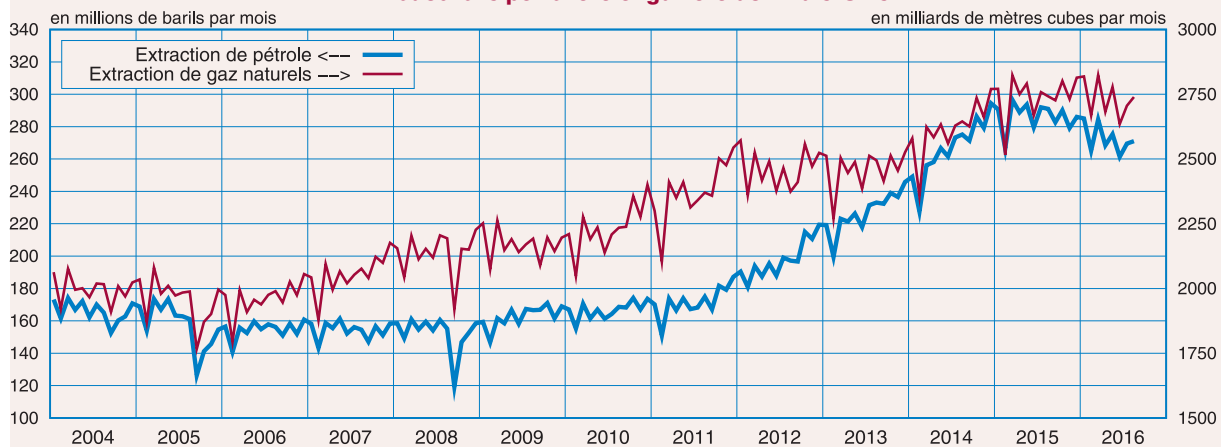
En conséquence, depuis 2005, la valeur ajoutée de la branche minière s'est accrue de 56 % en volume, soit plus de trois fois plus vite que l'activité économique dans son ensemble : elle a nettement progressé jusqu'en 2014 avant de se replier depuis 2015. De plus, le déficit commercial des États-Unis pour les produits miniers a nettement diminué, passant de 1,7 % du PIB en 2005 à 0,7 % en 2015 ; seuls 5 % de cette baisse résulte du recul du cours du pétrole sur cette période.

L'activité minière a nettement favorisé la croissance des États-Unis entre 2005 et 2014

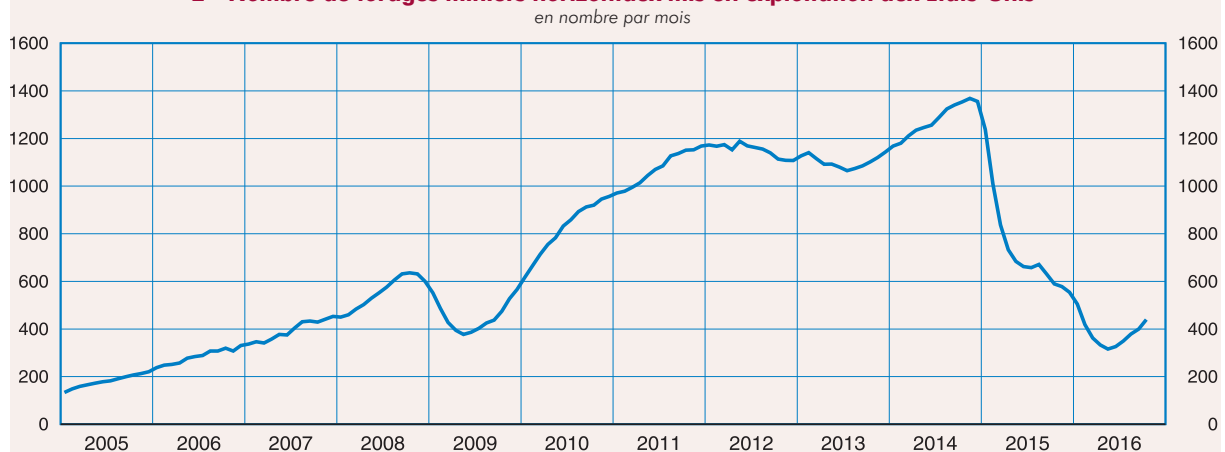
Entre 2005 et 2014, l'activité minière a contribué en moyenne pour +0,2 point à la croissance du PIB chaque année, essentiellement via l'effet direct de la hausse de la valeur ajoutée de cette industrie (*graphique 3*). Depuis 2011, la diffusion des innovations techniques s'est traduite par une accélération de l'investissement de l'industrie minière.

1. cf. éclairage « La production pétrolière américaine se replierait encore fortement d'ici fin 2016 », Note de conjoncture de juin 2016.

1 - Productions pétrolière et gazière aux États-Unis



2 - Nombre de forages miniers horizontaux mis en exploitation aux États-Unis



Développements internationaux

Ainsi, entre 2011 et 2014, la contribution de l'industrie minière à la croissance du PIB s'est élevée pour atteindre +0,4 point en moyenne chaque année.

Depuis 2015, l'activité minière aurait ôté 0,7 point de croissance en cumulé

De mi-2014 à début 2016, le cours du pétrole a perdu près de 70 % de sa valeur ; le cours du baril de Brent est passé en moyenne de 109,7 \$ à 33,7 \$, et s'est un peu repris depuis pour se stabiliser autour de 50 \$.

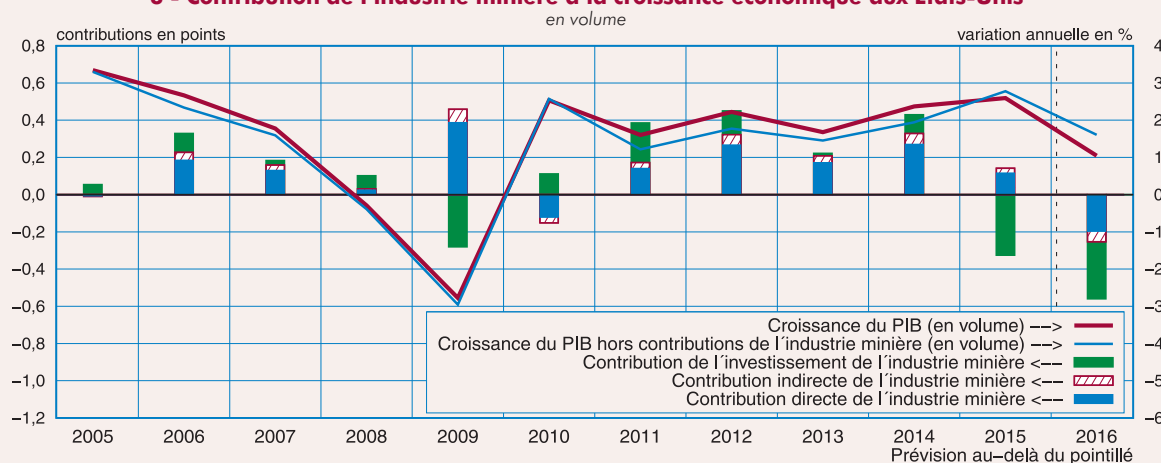
Dans ce contexte, de nombreux forages mis en activité les années précédentes produisent à un coût supérieur au prix de revient des hydrocarbures extraits. L'activité minière a donc fortement diminué, baissant de 12,3 % en 2015 et de 5,3 % en 2016 (acquis de croissance à mi-année). De même, l'investissement de l'industrie minière s'est effondré, chutant de 27,8 % en 2015 et de 35,8 % en 2016 (acquis à mi-année).

Toutefois, les investissements de la branche minière arrêteraient de baisser au second semestre 2016 : avec la stabilisation du cours du pétrole, le nombre de nouveaux forages augmente même à nouveau légèrement. Cela permettrait de limiter l'ampleur du recul de l'activité minière au cours des prochains trimestres.

Au total, l'industrie minière a ôté 0,2 point de PIB en 2015 sur une croissance totale de 2,6 % et pèserait fortement en 2016 : en supposant qu'elle ne pèse pas davantage au second semestre, elle ôterait 0,6 point à la croissance en 2016 (+1,6 %). C'est donc un facteur important du ralentissement de l'économie américaine en 2016.

En cumulé sur les différentes périodes, l'activité minière aurait apporté 2,3 points de croissance entre 2005 et 2014 puis ôté 0,7 point de croissance depuis 2015. ■

3 - Contribution de l'industrie minière à la croissance économique aux États-Unis



Lecture : les données pour l'année 2016 sont des acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre.

Note : pour l'investissement, le dernier point observé est en 2014, les données présentées après cette date résultant d'estimations de l'Insee.

Sources : Bureau of Economic Analysis, calculs Insee

La méthode

Les variations de l'activité minière se répercutent sur la croissance économique via sa valeur ajoutée, sa consommation intermédiaire et ses investissements

Les variations de la valeur ajoutée de l'industrie minière ont d'abord un effet direct sur le PIB, défini comme la somme des valeurs ajoutées de toutes les branches de l'économie.

De plus, pour produire, l'industrie minière utilise des consommations intermédiaires achetées auprès d'autres branches, qui utilisent à leur tour d'autres consommations intermédiaires. Cet effet indirect est mesuré à partir des tableaux des entrées intermédiaires (TEI) élaborés par le Bureau of Economic Analysis, qui répertorient le contenu en consommations intermédiaires de chaque grande branche : il permet de calculer, pour un dollar produit par l'industrie minière, le volume des consommations intermédiaires mobilisées à chaque étape de production, d'où la contribution indirecte de cette branche à la croissance du PIB. Le calcul consiste à normaliser le TEI afin que, pour chaque branche, le volume des consommations intermédiaires nécessaires soit exprimé en pourcentage de la production totale, puis à le considérer comme une matrice carrée et à l'inverser. En pratique, pour les États-Unis, des TEI ainsi inversés sont directement fournis par le Bureau of Economic Analysis. Les calculs pour cet éclairage ont été effectués à partir du TEI de 2013.

Enfin, l'investissement de la branche minière dans différents actifs affecte directement le PIB qui, dans son approche dite « par la demande », est la somme des emplois finals des produits. La somme de ces trois contributions permet d'identifier la façon dont les fluctuations de l'activité minière ont contribué à la croissance économique aux États-Unis. ■

Japon

Le yen s'appréciant, l'inflation reste faible

L'activité japonaise a ralenti à l'été (+0,3 % après +0,5 %). Elle progresserait de nouveau modérément en prévision : +0,2 % à +0,3 % par trimestre jusque mi-2017. Elle serait portée par le redémarrage de la consommation des ménages (+0,4 % par trimestre) dans le sillage de leur pouvoir d'achat qui serait stimulé par un marché du travail favorable. L'investissement public serait galvanisé par un nouveau plan de relance budgétaire. Cependant, l'appréciation du yen donnerait un coup d'arrêt à l'expansion des exportations. De plus, elle a entraîné une baisse générale des prix : l'inflation a été négative pendant six mois avant de redevenir faiblement positive en octobre 2016.

L'appréciation du yen a provoqué une baisse des prix et freinerait les exportations

En novembre, le yen s'est apprécié de 11 % depuis le début de l'année 2016, réduisant le prix des produits importés. En octobre, les prix ont augmenté de 0,2 % sur un an après six mois consécutifs de baisse du fait de la chute des prix des produits manufacturés (*graphique*). L'inflation reste donc faible. Par ailleurs, la hausse continue du yen face au dollar pénalise les exportations en rendant les produits japonais moins compétitifs : après avoir rebondi à l'été, celles-ci stagneraient fin 2016 et début 2017 avant de repartir modérément au deuxième trimestre 2017.

La consommation accélérerait un peu grâce aux gains de pouvoir d'achat

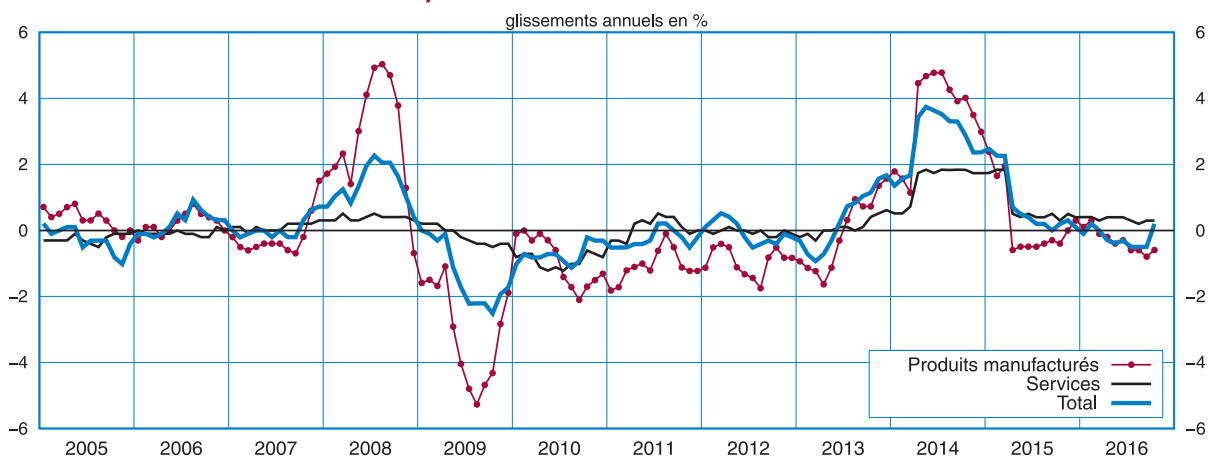
La consommation privée est modérément repartie depuis le début de l'année (+0,3 % au troisième trimestre après +0,2 %). Elle accélérerait un peu en prévision (+0,4 % par trimestre jusque mi-2017). En effet, les ménages japonais bénéficient d'un regain de pouvoir d'achat depuis un an, en grande partie épargné, et la faible inflation favorise de nouveaux gains de pouvoir d'achat. En outre, la masse salariale progresserait encore grâce à la vigueur de l'emploi et à une légère hausse des salaires de base. En revanche, l'investissement des ménages continuerait de reculer comme l'indique la baisse passée des mises en chantier de logements neufs.

L'investissement public augmenterait fortement

Le gouvernement Abe a annoncé un plan de relance de 28 100 milliards de yens dont 7 500 milliards (1,5 % du PIB) en nouvelles dépenses. Il stimulerait l'investissement public qui redeviendrait dynamique (+1,0 % à +1,5 % par trimestre en prévision).

Au total, l'activité ralentirait légèrement fin 2016 (+0,2 % après +0,3 %) du fait des exportations et le produit intérieur brut croîtrait de 1,0 % sur l'ensemble de l'année (après +1,2 % en 2015). Début 2017, l'activité progresserait modérément (+0,2 % puis +0,3 %), si bien que l'acquis de croissance atteindrait +0,9 % à mi-année. ■

En octobre, l'inflation se redresse mais reste faible



Économies émergentes

Le climat conjoncturel s'améliore doucement

Dans les économies émergentes, le climat conjoncturel s'améliore depuis l'été 2016, atteignant à l'automne son plus haut niveau depuis deux ans, tout en restant très en deçà de sa moyenne des quinze dernières années. Dans l'ensemble, la croissance s'y élèverait graduellement d'ici mi-2017, et leurs importations gagneraient du tonus.

En Chine, l'activité a légèrement ralenti au troisième trimestre 2016, avec notamment une chute des exportations. La croissance s'élèverait à partir du quatrième trimestre, grâce à une demande intérieure stimulée par de puissants soutiens publics. En moyenne sur l'année, l'économie chinoise afficherait une croissance de +6,6 % en 2016, de nouveau plus basse que l'année précédente (+6,8 %). Début 2017, les échanges extérieurs de la Chine retrouveraient un rythme plus en ligne avec son activité.

Au Brésil, la récession s'atténuerait. La consommation baisse encore, mais moins fortement que par le passé. Toutefois, les exportations se sont à nouveau repliées à l'été. En 2016, le repli de l'activité serait presque aussi ample qu'en 2015 (-3,6 % après -3,8 %), mais il s'atténuerait franchement début 2017. La récession russe, quant à elle, serait nettement moins sévère en 2016 (-0,5 % après -3,7 %) et l'activité renouerait avec une timide croissance début 2017, stimulée par la reprise du commerce extérieur. En Turquie, les tensions politiques ont contribué à dégrader le climat des affaires et sont source d'attentisme pour les investisseurs. Toutefois, ces tensions s'apaiseraient et l'économie turque retrouverait une croissance plus soutenue début 2017. Enfin, la croissance des pays d'Europe de l'Est et celle de l'Inde resteraient dynamiques.

En Chine, la demande intérieure reste vigoureuse

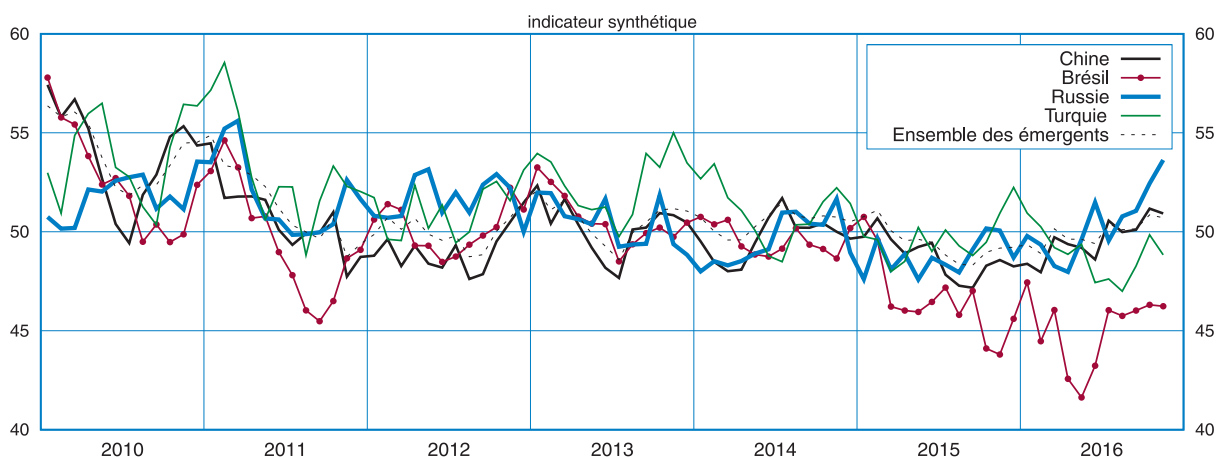
En Chine, l'activité a légèrement ralenti au troisième trimestre 2016 (+1,5 % après +1,7 %). Principalement, les exportations chinoises ont chuté (-1,9 % après +1,3 %), en particulier celles de produits assemblés à partir de composants importés pour travail à façon, si bien que les importations se sont aussi nettement infléchies (-0,1 % après +2,3 %), limitant la contribution négative des échanges extérieurs à la croissance.

La demande intérieure resterait dynamique : en effet, le climat des affaires se redresse dans le secteur manufacturier (*graphique 1*), les immatriculations d'automobiles accélèrent vivement et l'investissement en construction reprend avec vigueur. Cependant, l'investissement en équipement des entreprises continuerait de ralentir en dépit d'une politique monétaire favorable, notamment parce que de nombreux secteurs se sont retrouvés en situation de surcapacité de production. Au total, l'économie chinoise retrouverait un rythme de croissance de +1,7 % par trimestre jusque mi-2017. En moyenne annuelle, la croissance s'infléchirait de nouveau légèrement en 2016 (+6,6 % après +6,8 %) et l'acquis pour 2017 à mi-année s'élèverait à +5,1 %. Les exportations comme les importations augmenteraient à nouveau sur un rythme plus en ligne avec l'activité début 2017, et leur acquis de croissance à mi-année serait positif.

Au Brésil, la récession s'atténuerait

Au Brésil, la production industrielle et les exportations se sont à nouveau contractées au troisième trimestre 2016, après un rebond au

1 - Le climat des affaires dans l'industrie se redresse dans la plupart des pays émergents



Source : Markit

deuxième trimestre. En revanche, le recul de la consommation des ménages s'atténue. En effet, l'inflation a fortement diminué depuis début 2016 (*graphique 2*) et leur pouvoir d'achat cesse de reculer. Ainsi, en ligne avec la demande intérieure, l'activité continuerait de baisser mais à un rythme de plus en plus atténué. En 2016, le produit intérieur brut (PIB) diminuerait de 3,6 % (après -3,8 % en 2015), et l'acquis de croissance serait de -1,4 % à l'issue du premier semestre 2017.

La Russie renouerait avec une timide croissance grâce au commerce extérieur

L'activité russe s'est stabilisée à l'été 2016 et stagnerait de nouveau au quatrième trimestre. En particulier, les ventes au détail repartent doucement depuis le printemps car l'inflation, moins forte, entame moins le pouvoir d'achat des ménages et l'inflexion à la hausse des cours des matières premières redonne une bouffée d'oxygène à l'économie russe depuis le début de l'année. En moyenne sur l'année, la récession serait nettement moins sévère en 2016 (-0,5 % après -3,7 %).

Tiré par la lente reprise du commerce extérieur, le PIB renouerait avec une timide croissance au premier semestre 2017.

PECO et Turquie : affaiblissement passager d'une croissance soutenue

Après avoir fléchi au deuxième trimestre, la croissance turque resterait faible au troisième trimestre, pénalisée par l'instabilité politique. La production industrielle a de nouveau diminué au

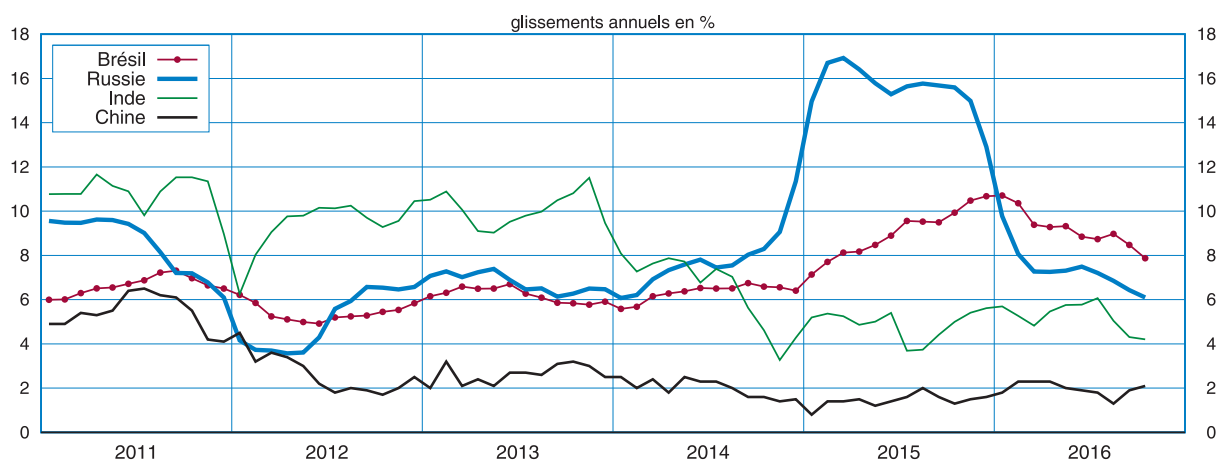
troisième trimestre. Cependant, en phase avec un climat des affaires qui se redresse légèrement, la croissance retrouverait ensuite son dynamisme passé. Sur l'ensemble de l'année 2016, l'activité ralentirait nettement (+2,6 % après +4,0 % en 2015).

En Europe de l'Est, l'activité économique reste dynamique, stimulée par la demande de la zone euro. Elle a toutefois légèrement ralenti à l'été, du fait d'un repli de la production industrielle. Par contre, l'activité accélérerait au quatrième trimestre et la croissance resterait robuste début 2017. Au total en 2016, l'activité croîtrait de 3,1 %, un peu moins vite qu'en 2015 (+3,7 %).

L'Inde pâtirait temporairement de la « crise des billets »

L'Inde continue d'afficher une croissance soutenue : +7,3 % sur un an au troisième trimestre. La démonétisation inattendue des billets de 500 et de 1000 roupies, décidée par le gouvernement afin de lutter contre le blanchiment de l'argent issu de l'économie souterraine, a provoqué des mouvements sociaux importants dans une économie où les transactions sont encore très largement réalisées en liquide. Le climat des affaires a ainsi nettement reculé en novembre, en particulier dans les services. Cependant, la demande intérieure serait soutenue par la forte consommation publique, la baisse des prix alimentaires et la revalorisation annoncée des salaires des fonctionnaires. L'activité ne ralentirait donc que temporairement avec la « crise des billets ». ■

2 - L'inflation s'est infléchi au Brésil, en Russie et en Inde



Source : instituts statistiques nationaux