

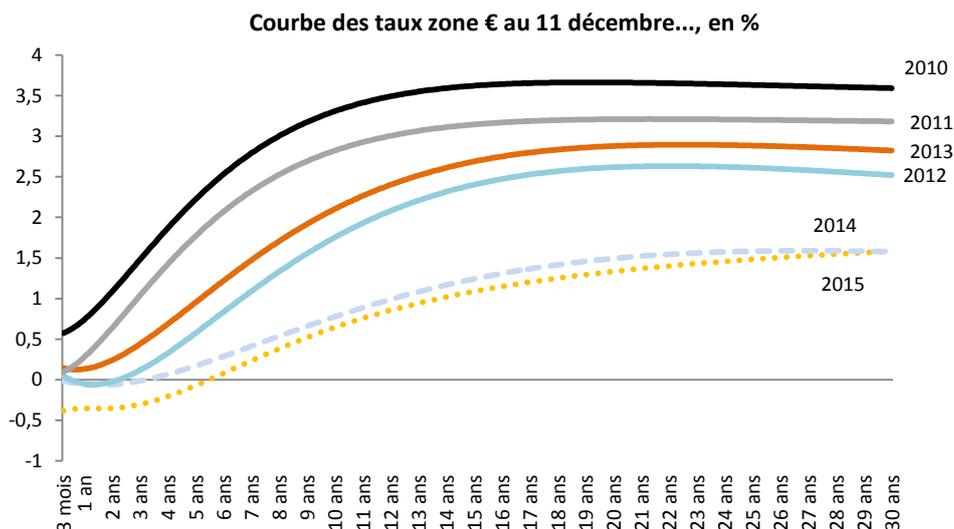
Que faudra-t-il surveiller en 2016 ?

Vendredi 18 décembre 2015

A l'occasion de sa dernière édition de 2015, ce flash présente un panorama pour l'année économique à venir. En souhaitant à l'ensemble des lecteurs du « Flash éco » d'excellentes fêtes de fin d'année.

1. La (quasi) certitude : des taux encore très (plus ?) bas en zone euro

A la suite de la Grande récession, les banques centrales (dont la BCE) ont mis en place des politiques extrêmement accommodantes en portant les taux au plancher (et certains en territoire négatif). De ce fait, la « **courbe des taux** » s'est progressivement déplacée vers le bas tout en gardant un profil concave et croissant ; plus récemment, ce mouvement s'est accompagné d'un **aplatissement** de la courbe en préparation du « *quantitative easing* », qui s'est renforcé depuis sa mise en œuvre. Au 11 décembre 2015, la courbe des taux faisait apparaître des **taux négatifs** jusqu'à la **maturité de 5 ans et 5 mois** (0,64 % à 10 ans). Avec l'assurance que le QE s'étendra au-delà de 2016 (cf. flash éco du 3 décembre) et l'abaissement du taux de facilité des dépôts à - 0,3 % (qui accroît *de facto* la liste des titres éligibles), 2016 pourrait voir une nouvelle baisse des taux nominaux en zone euro même si la marge semble se réduire compte tenu des niveaux atteints. Par ailleurs, se pose la question de l'**impact international** de la (très progressive) **remontée des taux** aux Etats-Unis suite à la récente décision de la Réserve fédérale¹.



Source : Afep à partir de BCE. Obligations publiques de notation AAA.

2. L'interrogation : quelle inflation (et donc quel cours du baril) ?

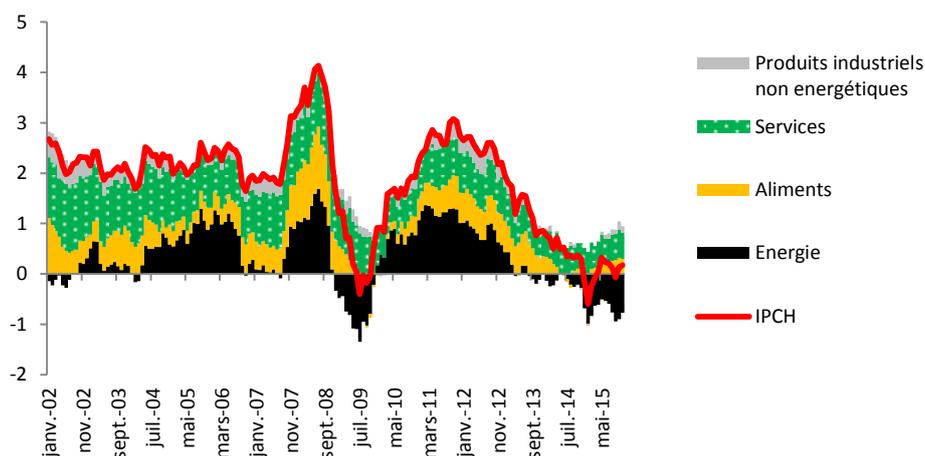
Après avoir diminué d'environ 1 point par an au cours des trois dernières années (+ 2,5 % en 2012, + 1,4 % en 2013, + 0,4 % en 2014), le **taux d'inflation** (IPCH) en zone € a de nouveau ralenti en 2015 pour s'installer aux environs de 0 %. La prévision pour l'année 2016 (+ 1,0 % selon la BCE et le consensus des économistes, décembre 2015) est soumise à **deux mouvements** de sens contraire : d'un côté, l'inflation pourrait bénéficier mécaniquement (« **effet base** ») de la disparition de l'indice annuel des fortes baisses passées du prix du pétrole si le cours se stabilise ou, *a fortiori*, repart à la hausse², tout comme de la **dépréciation attendue du taux de change €/€** ; de l'autre, l'IPCH connaîtrait une nouvelle période de progression négative si le cours du baril venait à chuter à nouveau. Fondamentalement, la **prévision d'inflation pour 2016 est donc une prévision sur l'évolution du cours du baril**. Dans une étude récente³, la BCE rappelle la grande difficulté de cet exercice qui dépend de multiples facteurs (offre et demande de pétrole, croissance économique globale, taux d'intérêt...).

¹ Selon le scénario médian de décembre 2015, le taux des Fed funds pourrait se situer entre 1,25 % et 1,5 % fin 2016.

² Selon la BCE, une hausse de 10 % du cours du baril a un impact sur l'IPCH de 0,2 à 0,3 point la première année suivant le choc.

³ « *Forecasting the price of oil* », ECB Economic Bulletin, Issue 4/2015.

Inflation en zone euro, contribution par composante, en %



Source : Afep à partir d'Eurostat.

Souvent utilisés en prévision du fait de leur simplicité et de leur transparence, les prix des contrats à terme⁴ (« **futures** ») sur le pétrole n'offrent toutefois pas une **fiabilité suffisante**, tout particulièrement en période de volatilité élevée des cours. Ceci s'expliquerait par la spécificité du marché du pétrole (actif physique et stockable), où la courbe des « futures » est généralement plate et orientée à la baisse selon le phénomène dit de « *backwardation* » (« déport », le prix au comptant est supérieur au prix à terme)⁵. Pour le consensus des économistes de décembre 2015, le **cours moyen** s'élèverait à **55\$ fin 2016**, la soixantaine de prévisions s'établissant dans une **fourchette de 45\$ à 72\$**⁶.

3. L'inconnue : quelle croissance économique (et pour quel contenu) ?

En 2015, la **croissance économique mondiale** (+ 3,1 %) aurait été **la plus faible depuis 2009** en raison du ralentissement des pays émergents et des économies en développement. D'un côté, outre le désormais bien identifié freinage chinois, l'Afrique sub-saharienne aurait connu un dynamisme moindre et deux zones seraient entrées en récession (Communauté des Etats indépendants et Amérique latine). De l'autre, les économies « avancées » auraient progressé plus rapidement qu'en 2014 grâce à l'accélération de l'activité en Europe (zone € et UE). Pour 2016, le FMI (perspectives d'octobre 2015) prévoit une progression plus rapide du PIB mondial (+ 3,5 %) qui s'appuierait notamment sur la poursuite du redressement de l'activité en Europe. Au-delà de l'importante question du **rythme de croissance** pour l'an prochain (+ 1,7 % en zone €), se pose l'interrogation sur le « **contenu en emplois** » de celle-ci. Au niveau de la zone €, la BCE a récemment relevé que **2,2 millions d'emplois** avaient été créés depuis le T2 2013, **l'Espagne** et **l'Allemagne** contribuant à elles seules pour près de deux tiers à l'évolution (+ 724k et + 592k respectivement). Relativement concentrée dans le secteur des services marchands, cette hausse aurait surtout pris la forme de **contrats à temps plein**, plutôt à **durée déterminée** et pour des **emplois qualifiés** (niveau de diplôme >= fin du secondaire). La question du contenu en emplois se pose avec d'autant plus d'acuité en **France**, où la contribution positive (+ 190k) aurait avant tout été liée à la progression de l'emploi non marchand : à supposer qu'elle se matérialise, une croissance de + 1,5 % l'an prochain permettra-t-elle enfin de recréer des emplois marchands et de faire reculer le chômage ?

En dépit d'un nombre significatif de facteurs favorables, le sentiment général sur l'évolution de l'économie mondiale reste mitigé en cette fin d'année. Aux questions relatives aux facteurs économiques (activité dans les émergents, capacité de l'Europe à poursuivre son redressement et à générer une croissance endogène...) s'ajoutent en effet des interrogations encore plus importantes que d'habitude sur les risques de nature géopolitique (terrorisme compris). Si elle s'annonce a priori meilleure que l'année qui s'achève, 2016 pourrait voir un renforcement de la volatilité et de l'incertitude.

⁴ Engagement négocié entre deux parties qui permet d'acheter/vendre une quantité déterminée d'un actif sous-jacent à une date prédéterminée et à un prix négocié à l'avance.

⁵ Lorsque le prix au comptant est inférieur au prix à terme (par ex. offre abondante et stocks élevés), on parle de « *contango* ».

⁶ A titre de comparaison, le consensus de décembre 2014 tablait sur un cours à 78\$ fin 2015 (min : 60\$; max : 100\$).