

Que faudra-t-il surveiller en 2017 ?

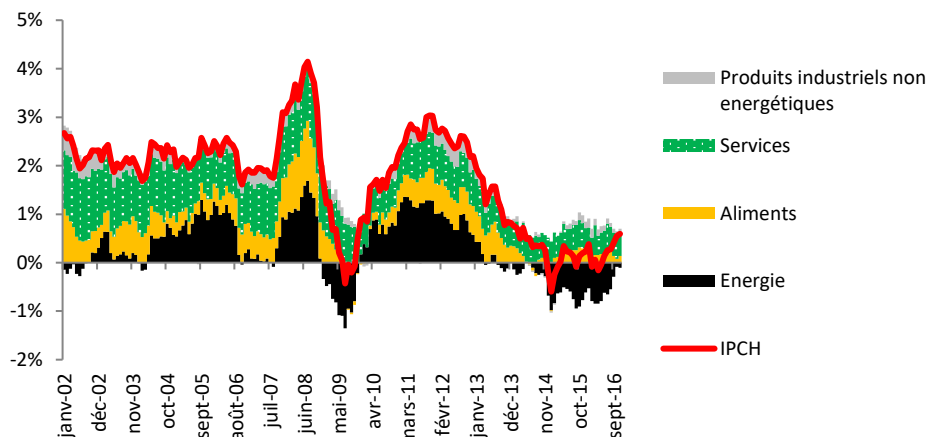
Vendredi 23 décembre 2016

A l'occasion de sa dernière édition de 2016, 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 forte probabilité : une inflation plus élevée

Après 18 mois de progression très faible des prix en zone euro (dont certains mois en territoire négatif), couronnant un cycle de désinflation entamé en 2011, l'inflation aurait repris une tendance ascendante depuis le début du second semestre 2016. La fin de la baisse du cours du baril de pétrole puis sa hausse au cours de l'année aurait enclenché un « effet-base » positif qui devrait se poursuivre et s'amplifier en 2017 : selon les dernières prévisions de l'Eurosysteme, les **prix énergétiques** expliqueraient les **4/5^e** de la progression de l'inflation entre 2016 (0,2 % en moyenne annuelle) et 2017 (1,3 %). Sans anticiper de forte augmentation du cours l'an prochain en raison notamment de l'abondance des stocks, les observateurs estiment toutefois que le pétrole serait soutenu par un **resserrement de l'offre** (accord trouvé à l'OPEP le 30 novembre sur une baisse de la production au 1^{er} semestre 2017) et par une **demande** un peu plus **dynamique**. Dans ce contexte, la BCE devrait se montrer particulièrement vigilante sur l'évolution des prix hors énergie et alimentation : relativement atone, l'**inflation « sous-jacente »** (ISJ) ne reflète pas encore l'amélioration globale de l'économie européenne. Pour l'Eurosysteme, l'ISJ serait pourtant le principal moteur du regain d'inflation à compter de la mi-2017.

Inflation en zone euro, contribution par composante

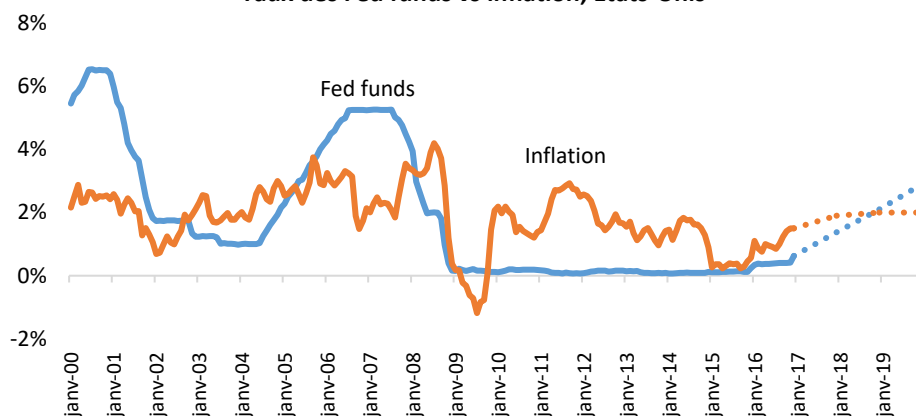


Source : Afep à partir d'Eurostat. IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé.

2. L'interrogation : quel scénario de taux ?

Comme cela était attendu, la Réserve fédérale des Etats-Unis a procédé à une hausse de taux pour sa dernière réunion de l'année : la cible pour les « **Fed Funds** » (FF) est ainsi passée de la fourchette comprise entre **0,25 %** et **0,5 %** à celle comprise entre **0,5 %** et **0,75 %** à compter du 15 décembre. Dans les projections dévoilées en complément de la décision (« *dot plots* »), il apparaît qu'une majorité de participants au comité de politique monétaire (FOMC) envisage **plusieurs hausses** l'an prochain : sur 17 participants, 4 d'entre eux en envisagent 2, 6 en envisagent 3 et 3 en envisagent 4. Il en résulte un **scénario médian** où le taux des FF serait de **1,4 % fin 2017**. Comment caractériser l'univers dans lequel la Fed devra évoluer l'an prochain ? D'un côté, les **voyants « macro »** nord-américains sont au vert, avec une remontée de l'inflation, un rythme de croissance légèrement supérieur à son potentiel et un marché du travail proche du plein emploi qui justifient un resserrement graduel de la politique monétaire. De l'autre, des **faiblesses domestiques persistantes** (baisse du taux d'activité, inégalités) et **l'ampleur des incertitudes géopolitiques nationales et internationales** pourraient bien perturber ce dernier. A cet égard, il est intéressant de noter que le FOMC de décembre 2015 prévoyait un taux des FF de **1,4 %... fin 2016** ! Avec une seule hausse décidée au cours de l'année, le FOMC a choisi dans les faits une **orientation encore plus accommodante** que le bas de la fourchette de décembre 2015 (deux hausses).

Taux des Fed funds vs inflation, Etats-Unis



Source : Afep à partir de Fed et de BEA (inflation PCE). Prévisions médianes Fed en pointillés.

Si un tel scénario paraît improbable en 2017 car, outre les considérations économiques évoquées ci-dessus, il poserait de sérieux problèmes de **crédibilité** pour l'institution, la Fed semble attentive aux craintes provoquées par un risque de flambée des taux d'intérêt : ainsi, le **scénario médian** de la Fed est celui d'une **remontée très progressive** des FF, qui attendraient **2,1 % fin 2018, 2,9 % fin 2019 et 3 % à plus long terme** (5 ans). Autrement dit, les taux devraient rester très inférieurs à ceux qui prévalaient avant la crise financière. Par ailleurs, ils ne seraient significativement supérieurs à l'inflation prévue qu'à compter de 2019. Le risque haussier sur les taux serait, enfin, **limité par la poursuite des mesures non conventionnelles** par les principales banques centrales : si la **BCE** est toujours en phase d'augmentation de la taille de son bilan (cf. flash du 8/12/16) et a plusieurs fois indiqué qu'elle garderait les taux actuels à ce niveau (voire les baisserait) « *bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs* », il est utile de rappeler que la **Fed** stabilise le sien depuis deux ans, maintenant une pression baissière sur les taux.

3. Le risque : en 2017, une économie « politisée » ?

Au cours des années à venir, l'opinion devrait se souvenir du millésime 2016 marqué notamment par deux événements de portée internationale : les victoires du « *Leave* » au **référendum britannique** et de M. Trump à la **présidence des Etats-Unis**. Si ces deux résultats relativement inattendus ont eu des premiers impacts sur les marchés financiers, leur influence sur **l'économie** réelle serait **limitée** cette année. En effet, le futur « *Brexit* » reste à ce stade un concept théorique et M. Trump ne prendra ses fonctions qu'en janvier de l'an prochain. Dans ces deux cas, 2017 sera donc la première année de conséquences des choix effectués en 2016. En **Europe continentale**, la tenue d'élections dans les 5 plus grands pays de la zone euro n'est pas une hypothèse exclue : aux scrutins prévus aux **Pays-Bas** (mars), en **France** (avril-mai-juin) et en **Allemagne** (septembre) pourraient éventuellement s'ajouter des élections anticipées en **Italie** (suites du référendum), voire en **Espagne** (gouvernement minoritaire). Face à **l'encombrement de l'agenda politique**, qui focalisera sans doute une grande partie de l'attention médiatique, la véritable question est de savoir **quelle sera l'attitude des acteurs économiques** au cours de cette période : un plus grand attentisme ? *Business as usual* ? Un plus grand volontarisme ?

Près de 10 ans après le début de la crise, l'activité économique semble en voie de normalisation dans les principaux pays « avancés », avec les Etats-Unis en tête et l'Europe plus en retrait. Cette normalisation apparaît toutefois très partielle dans la mesure où des facteurs extraordinaires (politiques non conventionnelles des banques centrales) restent à l'œuvre. Surtout, elle se produit dans un contexte politique marqué, lui, par la succession d'événements jusqu'ici inenvisageables. Là où le « risque politique » épargnait traditionnellement les pays « avancés », il tend à se généraliser à l'ensemble des Etats. Suivant une période relativement longue de focalisation sur les problématiques économiques et financières, 2017 pourrait bien amplifier le tournant pris cette année et consacrer la « revanche » du politique. Comme toujours dans les périodes d'incertitude et de difficultés, des opportunités pourraient éclore. Après tout, si quatre des grandes libertés (libre-circulation des personnes, des biens, des capitaux et des services) qui structurent l'Union européenne sont susceptibles d'être restreintes, une cinquième paraît garantie à l'ère du numérique : la libre-circulation des idées, à la fois source de risques mais également clé de la croissance actuelle et, a fortiori, de demain.