

Conjoncture économique et financière du 4^{ème} trimestre 2014

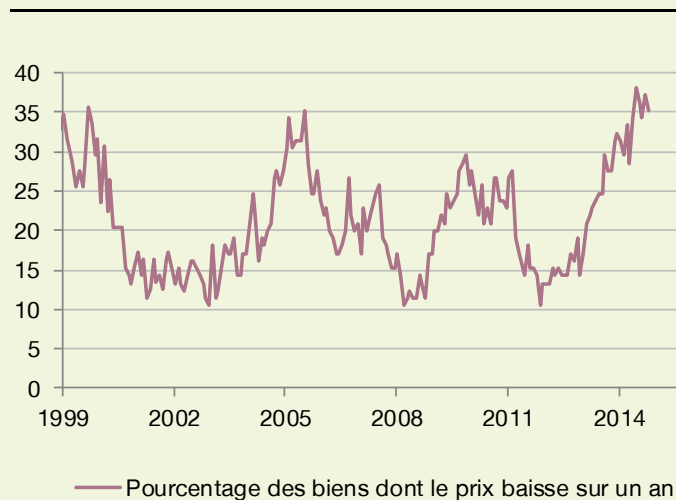
L'environnement mondial se caractérise par un ralentissement assez généralisé, à l'exception des Etats-Unis et du Royaume-Uni, avec deux développements contra-cycliques positifs pour les économies développées : une détente globale des conditions monétaires et une accentuation de la baisse du prix du pétrole, bénéfique pour peu qu'elle ne soit pas trop déstabilisante pour la Russie. En zone euro, s'ajoutent comme éléments favorables la dépréciation de l'euro et l'annonce du « plan Juncker ».

Macroéconomie

En zone euro, la reprise est faible : au 3^{ème} trimestre, la croissance a été de +0,2 % T/T après +0,1 % (sur un an : +0,8 %). L'Allemagne n'est pas épargnée par le ralentissement : le PIB n'a progressé que de 0,1 % T/T. En France, le PIB du 2^{ème} trimestre a été revu légèrement à la baisse (-0,1 % T/T au lieu de 0 %) et la croissance a été de 0,3 % au 3^{ème} trimestre. Les détails du PIB ne révèlent pas de changement de tendance, la croissance reste atone puisque, hors restockage, elle est de 0 % sur le trimestre. La croissance sur un an s'établit à 0,4 %. Notons qu'à lui seul, le recul de l'investissement dans la construction explique 0,6 point de croissance en moins sur un an. Les enquêtes de conjoncture du 4^{ème} trimestre ne montrent pas de changement de régime : une quasi-stagnation devrait prévaloir. Pour 2015, les bonnes nouvelles du 2^{ème} semestre 2014 (la sensible baisse du prix du pétrole, la dépréciation de l'euro, l'annonce du Plan Juncker pour la relance de l'investissement) et l'absence de rigueur budgétaire marquée (au détriment des équilibres financiers publics, ce qui accroît la fragilité financière des Etats) créent les conditions d'une reprise. Elle restera faible et fragile, ainsi qu'elle était déjà caractérisée il y a un an. En

effet, comme en 2014, le scénario repose sur une hypothèse forte : une confiance en amélioration, condition essentielle au rebond de la consommation et de l'investissement.

Graphique 1 : France, une désinflation diffuse (variation du prix de 105 familles de biens, indice IPCH (%), GA)



Source : Eurostat, calculs CDC-DFE

Par ailleurs, le risque de déflation reste prégnant en zone euro. L'inflation est très basse (0,3 % en novembre en zone euro et en France, avec même une inflation sous-jacente négative en France). Les anticipations d'inflation refluent et s'éloignent petit à petit de l'objectif de la BCE (« une inflation proche mais inférieure à 2 % » en zone euro) : une situation inconfortable pour l'institution monétaire. De plus, la chute récente du prix du pétrole va contrarier la remontée de l'inflation. La baisse marquée du



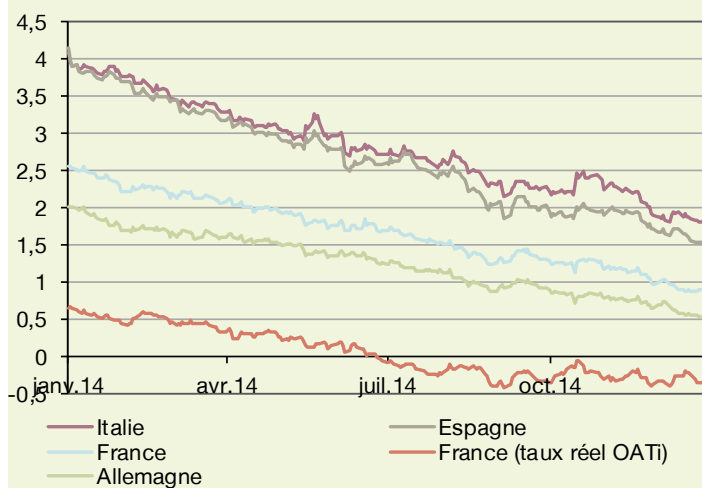
prix du pétrole a toutefois des avantages : elle va permettre aux politiques monétaires mondiales d'être accommodantes, même dans les pays en voie de resserrement monétaire (Etats-Unis). Elle va libérer du pouvoir d'achat : c'est un atout pour la croissance. Enfin, la baisse récente des taux d'intérêt est positive mais son impact ne doit pas être surestimé : d'après une enquête de la BCE, les producteurs déclarent surtout faire face aujourd'hui à un problème de demande finale plus que de soucis de financement de leur activité.

Marchés financiers

Sur les marchés financiers, le 4^{ème} trimestre aura été très volatil. Tout d'abord, en octobre, la perception du risque s'est sensiblement tendue, sous la conjonction de multiples facteurs : poursuite de la déception côté croissance et inflation en zone euro augmentant la proximité de la déflation, inquiétudes sur la croissance mondiale (fort repli du prix du pétrole), craintes sur une pandémie due au virus Ebola, doutes sur la valorisation de certaines actions américaines, fin des achats d'actifs par la Réserve Fédérale. La correction du prix des actifs a été brutale et assez généralisée. Ensuite, s'est produite une hausse du prix des actifs du fait des banques centrales (Banque du Japon, BCE) qui ont annoncé de nouvelles injections de liquidité ou leurs intentions d'acheter massivement des actifs financiers. Enfin, en décembre, la situation s'est de nouveau tendue : des dissensions au sein de la BCE (absence d'unanimité sur les achats d'actifs souverains) font douter les investisseurs tandis que l'effondrement du prix du pétrole menace la stabilité financière. Ces trois phases ont été favorables aux obligations : le taux OAT 10 ans est sur ses plus bas historiques, à 0,83 % fin décembre (sur le trimestre : -46

pb). Les perspectives d'achats d'actifs, positives pour la valorisation des actifs risqués, n'ont pas dépassé les déceptions conjoncturelles : le CAC 40 a reflué de 3,2 %. Pour les investisseurs, l'environnement se complique : les rendements sont faibles, le supplément de risque pris pour aller capturer du rendement est de plus en plus mal rémunéré.

Graphique 2 : Zone euro : taux 10 ans (%)



Source : Bloomberg

Perspectives

En 2015, les investisseurs se focaliseront, côté politique monétaire, sur le timing de la première hausse des taux directeurs aux Etats-Unis et sur d'éventuels achats d'actifs par la BCE. La stabilisation du prix du pétrole et les perspectives de liquidité devraient continuer d'influencer le prix des actifs. Le risque politique sera surveillé (élections en Grèce).

> Indicateurs clés au 31/12/2014

Croissance du PIB sur un an (%)	2010	2011	2012	2013	2014T3	Prévisions		Forward fin 2015	Forward fin 2016
						2015*	2016*		
France	2.0	2.1	0.3	0.3	0.4	0.8	1.3	-	-
Zone euro	1.9	1.6	-0.7	-0.4	0.8	1.1	1.5	-	-
Etats-Unis	2.5	1.6	2.3	2.2	2.7	3.0	2.8	-	-
Chine	10.4	9.3	7.7	7.7	7.3	7	6.7	-	-
Taux (moyens, %)	2010	2011	2012	2013	déc.-14	2015**	2016**	Forward fin 2015	Forward fin 2016
Taux repo	1.00	1.25	0.88	0.54	0.05	0.05	0	-	-
Eonia	0.44	0.87	0.23	0.09	-0.03	-	-	-0.10	-0.07
Euribor 3 mois	0.81	1.39	0.57	0.22	0.08	-	-	0.06	0.13
OAT 10 ans	3.12	3.30	2.52	2.20	0.92	1.30	-	0.94	1.15
Inflation hors tabac	1.40	2.00	1.90	0.80	0.3*	0.6***	1.2***	-	-
Livret A	1.44	2.06	2.25	1.63	1.00	-	-	-	-

* Consensus Bloomberg, moyenne annuelle ** Fin d'année * Mois précédent

*** moyenne annuelle, pour l'inflation totale

Source : Bloomberg

Les taux de croissance sont attendus meilleurs en 2015 qu'en 2014, grâce à l'absence de restriction budgétaire supplémentaire, à des conditions monétaires favorables et à la baisse du prix du pétrole. La reprise reste conditionnée par un retour de la confiance. En France, vu le faible acquis de 0,1 % à la fin 2014 (si, comme tablent la Banque de France et l'INSEE, le PIB progresse de 0,1% au T4), il faut 0,3 % de croissance T/T lors des 4 trimestres pour atteindre la prévision : l'INSEE prévoit que les deux premiers trimestres 2015 s'établiront sur ce rythme. La baisse du prix du pétrole devrait se traduire par une inflation très faible. Dans ce contexte et vu les perspectives d'achats d'actifs par création monétaire par la BCE, tant les taux d'intérêt de court terme que les taux de long terme devraient rester bas.

Directeur de la publication : Odile Renaud-Basso - Responsable de la rédaction : Yann Tampereau (yann.tampereau@caissedesdepots.fr) - Caisse des Dépôts - Direction des fonds d'épargne - 72, avenue Pierre Mendès-France - 75914 Paris Cedex 13 - www.prets.caissedesdepots.fr - Abonnement : etudesdfe@caissedesdepots.fr - Avertissement : les travaux objets de la présente publication ont été réalisés à titre indépendant par le service des Études économiques et marketing de la direction des fonds

d'épargne. Les opinions et prévisions figurant dans ce document reflètent celles de son ou ses auteur(s) à la date de sa publication, et ne reflètent pas nécessairement les analyses ou la position officielle de la direction des fonds d'épargne ou, plus largement, de la Caisse des Dépôts. La Caisse des Dépôts n'est en aucun cas responsable de la teneur des informations et opinions contenues dans cette publication, y compris toutes divulgation ou utilisation qui en serait faite par quiconque - Dépôt légal et ISSN en cours.