

conjoncture

L'EXPERTISE DU FONDS D'ÉPARGNE SUR LA CONSTRUCTION ET L'HABITAT

GROUPE



Conjoncture économique et financière du 4^{ème} trimestre 2015

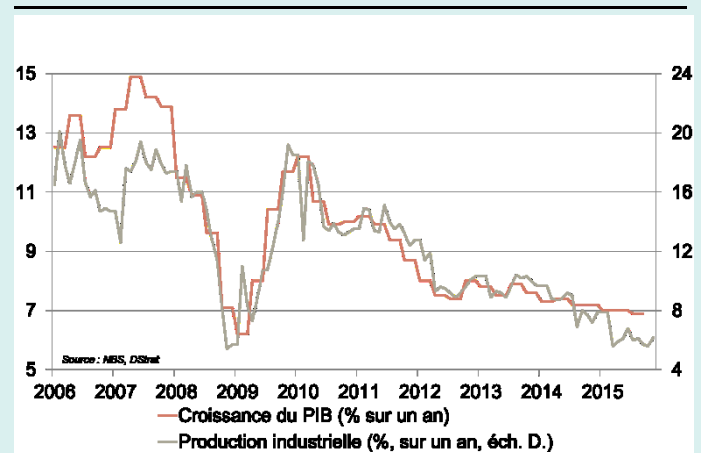
Le contexte économique mondial reste très fragilisé par le ralentissement des économies émergentes. Au 4^{ème} trimestre, si en Chine les statistiques conjoncturelles récentes ne montrent pas de détérioration et éloignent les craintes d'un *hard landing*, la dynamique conjoncturelle reste faible. La nouvelle chute des prix de l'énergie met davantage de pression sur les économies exportatrices nettes. Dans les pays développés, en revanche, sans être sur des niveaux vigoureux, la croissance résiste à cet environnement mondial moins allant. La baisse de la demande émanant de certains émergents est plus que compensée par la diminution de la facture pétrolière qui soutient la consommation.

Macroéconomie

Le rythme de l'activité s'est de nouveau ralenti en zone euro au cours du 3^{ème} trimestre, à +0,3% T/T, contre +0,5% et +0,4% T/T au 1^{er} et au 2^{ème} trimestres. Sur un an, la progression du PIB reste stable à 1,6%. La décélération de la croissance trimestrielle s'observe dans l'ensemble des principales économies de la zone et les performances en glissement annuel demeurent hétérogènes, avec +0,8% en Italie, +1,7% en Allemagne et +3,4% en Espagne. En France, après +0,7% T/T au 1^{er} trimestre et +0,0% T/T au 2^{ème} trimestre, le PIB s'est inscrit cet été en progression de 0,3% T/T, soit au niveau du rythme de la tendance de fond qui caractérise la dynamique de l'activité depuis la sortie de récession au 1^{er} semestre 2014. Sur un an, le PIB progresse de 1,1%. La composition de la croissance reste inchangée. La mauvaise orientation de l'investissement dit non productif chez tous les agents implique que le secteur de la construction reste en récession (recul de la valeur ajoutée de -0,8% au 3^{ème} trimestre, soit -3,5% sur un an), au contraire des secteurs des services et de l'industrie. Concernant l'immobilier résidentiel, le rebond, encore

timide, du nombre de permis de construire autorisés suggère que le pire pourrait être passé. Les trois facteurs exogènes qui favorisent la reprise depuis le 2nd semestre 2014 se sont bien comportés au 4^{ème} trimestre, rechargeant ainsi les forces de la reprise. Tout d'abord, la baisse du prix du pétrole s'est poursuivie (-19% au 4^{ème} trimestre, soit -42% au 2nd semestre) : l'allègement de la facture pétrolière soutient le revenu disponible des ménages et améliore le taux de marge des entreprises. C'est donc un élément favorable à la consommation et à l'investissement.

Graphique 1: Croissance du PIB et production industrielle en Chine (% sur un an)



Source : NBS, DStrat

Ensuite, les conditions monétaires et financières se sont de nouveau détendues grâce au renforcement du caractère très accommodant de la politique monétaire de la BCE – tant sur la quantité de monnaie que sur son prix. Enfin, conséquence de ce nouvel ajustement monétaire, l'euro s'est de nouveau déprécié, ce qui est de nature à favoriser la position concurrentielle donc les exportations hors de la zone euro.

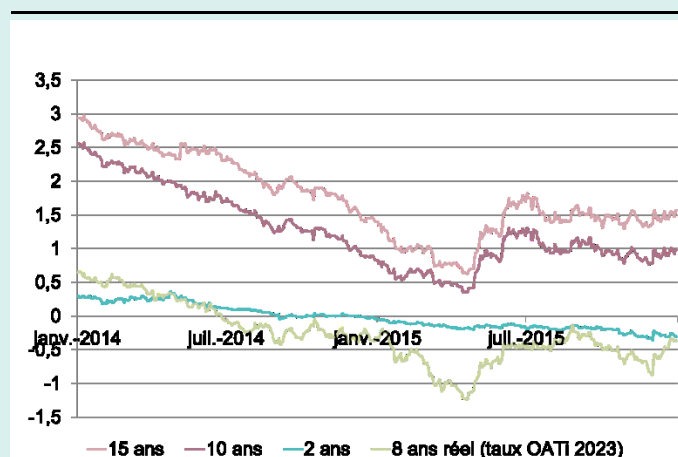


Au 4^{ème} trimestre en France, compte tenu de l'impact des attentats et de l'influence du climat sur les dépenses énergétiques et d'habillement, il sera difficile d'enregistrer une croissance supérieure à la tendance trimestrielle de 0,3%. Notons que l'inflation, à 0,2% sur un an en décembre en France, va probablement rester faible à court terme si la baisse récente du prix du pétrole se confirme, avant d'augmenter légèrement ensuite du fait du jeu des effets de base.

Marchés financiers

Sur les marchés financiers, du fait des divergences de politique monétaire dues à l'hétérogénéité des cycles économiques, les taux de change continuent d'être très volatils. La devise chinoise s'est de nouveau dépréciée. Alors que la Réserve Fédérale américaine a procédé à une hausse des taux directeurs, la BCE a assoupli significativement sa politique monétaire. L'euro s'est déprécié de 1,12 à 1,09 dollar au 4^{ème} trimestre. Les prix des actifs ont été volatils depuis octobre avec une phase positive due à la correction de l'excès de pessimisme à la fin du 3^{ème} trimestre, à la stabilisation du contexte financier des émergents et du soutien attendu des banques centrales. En décembre, l'accommodation monétaire de la BCE a déçu les investisseurs qui avaient des attentes particulièrement élevées, alors que parallèlement le yuan reprenait sa correction et le prix du pétrole chutait de nouveau : ceci a engendré un retournement du marché. Au total, le CAC 40 a progressé de 4,1% (sur l'année : +8,5%) et le taux OAT 10 ans finit inchangé à 0,99% (sur l'année, hausse de 16 pb).

Graphique 2 : Taux souverains français (%)



Source : Bloomberg

Perspectives

Pour 2016, la stabilisation du marché des matières premières est un enjeu majeur pour les économies émergentes et pour l'économie mondiale. La réussite de la normalisation de la politique monétaire américaine conditionnera la stabilité des marchés financiers. En France, l'année 2016 pourrait être celle où la croissance sera suffisante pour faire baisser le taux de chômage et, petit à petit, faire de la reprise actuelle – une reprise due à des forces exogènes – une reprise nourrie par des facteurs domestiques plus pérennes.

> Indicateurs clés au 31/12/2015

Croissance du PIB sur un an (%)	2011	2012	2013	2014	2015T3	Prévisions			
						2016*	2017*		
France	2.1	0.2	0.7	0.2	1.1	1.4	1.5		
Zone euro	1.6	-0.9	-0.3	0.9	1.6	1.7	1.7		
Etats-Unis	1.6	2.2	1.5	2.4	2.1	2.5	2.4		
Chine	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.5	6.3		
Taux (moyens, %)	2011	2012	2013	2014	déc.-15	2016**	2017**	Forward fin 2016	Forward fin 2017
Taux repo	1.25	0.88	0.54	0.16	0.05	0.05	-	-	-
Eonia	0.87	0.23	0.09	0.10	-0.20	-	-	-0.10	-0.10
Euribor 3 mois	1.39	0.57	0.22	0.21	-0.13	-	-	-0.17	0.00
OAT 10 ans	3.30	2.52	2.20	1.68	0.99	1.16	-	1.21	1.49
Inflation hors Tabac	2.00	1.90	0.80	0.40	0.20	0.9***	1.3***	-	-
Livret A	2.06	2.25	1.63	1.15	0.75	-	-	-	-

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

*** moyenne annuelle, pour l'inflation totale

Source : Bloomberg

La croissance est attendue en amélioration en 2016 par rapport à 2015 pour les pays développés. En Chine, le ralentissement devrait se poursuivre alors que pour les autres pays émergents les perspectives dépendront de la stabilisation du marché des matières premières et du contexte financier. En zone euro, la politique monétaire de la BCE est durablement accommodante : les taux courts devraient rester longtemps proches de 0%. Les achats d'obligations par les banques centrales devraient maintenir les taux longs à des niveaux historiquement bas, même si des épisodes de volatilité ne sont pas à exclure, comme au printemps 2015.