

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

Le marché se détend, mais le prix du pétrole reste élevé

Depuis début 2014, le prix du baril de Brent s'établit à un niveau élevé (108 \$), sous l'effet de tensions géopolitiques marquées, alors que celles sur le marché physique sont faibles : au premier trimestre, la baisse de la demande des pays de l'OCDE s'est en effet conjuguée à une légère hausse de la production mondiale.

Au deuxième trimestre 2014, la demande n'augmenterait que légèrement, du fait d'une baisse saisonnière dans les pays de l'OCDE. Par ailleurs, certains pays de l'Opep (Libye, Arabie Saoudite) seraient en mesure de ré-augmenter leur production, tandis que la production américaine resterait dynamique.

Au second semestre 2014, la demande croîtrait, essentiellement portée par les pays de l'OCDE, et l'offre, soutenue par un niveau élevé de production à la fois au sein de l'Opep et sur le continent américain devrait satisfaire cette demande. Le prix du baril de Brent, figé à 108 \$ en prévision, est toutefois soumis à plusieurs aléas : l'incertitude sur la restauration des capacités productives de l'Opep, les tensions internationales générées par la crise ukrainienne et l'accord sur le nucléaire iranien.

Au premier trimestre 2014, la demande a reculé, l'offre s'est améliorée

Au premier trimestre, la demande a reculé, notamment en Europe où les besoins énergétiques ont été faibles en raison d'un hiver doux. Aux États-Unis, malgré un hiver rude, la demande a diminué sous l'effet d'une moindre circulation automobile et de la période de maintenance des raffineries. L'offre a augmenté, surtout dans les pays de l'Opep, mais moins fortement qu'attendu, du fait d'une moindre production dans les pays d'Europe centrale (Russie, Kazakhstan).

Néanmoins, le prix du Brent est resté à un niveau soutenu (108 \$ en moyenne, cf. graphique 1). Après une période de légère détente au début du trimestre, l'escalade des tensions internationales autour de la crise ukrainienne, mêlée à un regain d'incertitude quant aux capacités productives du cartel, ont en effet maintenu le cours du brut à un niveau élevé.

Au deuxième trimestre 2014, offre et demande augmenteraient de concert

Au deuxième trimestre 2014, la demande n'augmenterait que légèrement (+0,7 Mbpj). Elle diminuerait dans les pays de l'OCDE (-0,5 Mbpj), essentiellement au Japon (-0,9 Mbpj), où la baisse

1 - Prix du Brent en € et en \$
Dernier point : 12 juin 2014
unité monétaire par baril



Source : Financial Times

Développements internationaux

de la consommation est saisonnière à la fin de l'hiver. En revanche, elle serait plus dynamique dans les pays hors OCDE (+1,2 Mbpj), en particulier au Moyen-Orient (+0,4 Mbpj) où la hausse des températures entraîne celle de la consommation d'électricité nécessaire à la climatisation.

L'offre serait légèrement en hausse (+0,4 Mbpj), bénéficiant à la fois de l'augmentation saisonnière de production de biocarburants (+0,4 Mbpj) et d'une reprise de la production de l'Opep (cf. graphique 2), notamment en Libye, où un compromis politique entre gouvernement central et forces rebelles permettrait la remise en service graduelle de plusieurs terminaux. En Irak, la production croît de nouveau depuis la fin du premier trimestre 2014, mais les tensions internes rendent incertaine la poursuite de ce redressement. Enfin, l'Arabie Saoudite s'est engagée à augmenter son offre si nécessaire.

Au second semestre 2014, le dynamisme soutenu de l'offre répondrait à l'augmentation de la demande

Au troisième trimestre, la production continuerait d'augmenter en Libye, et serait en hausse en Arabie Saoudite. Par ailleurs, la production pourrait aussi s'élever en Iran, si un accord avec les pays du G5 et l'Allemagne était conclu en juillet. La production baisserait toutefois légèrement en Europe (-0,3 Mbpj), du fait de la période de maintenance des infrastructures en Mer du Nord. Du côté de la demande, elle progresserait au sein des pays de l'OCDE (+1,0 Mbpj) à la faveur de la période de départs en vacances (la *driving season*), ainsi qu'au Moyen-Orient (+0,4 Mbpj).

Au quatrième trimestre, la production serait portée par une remise en service des installations en

Europe, une augmentation des capacités américaines d'acheminement du pétrole vers le Golfe du Mexique, ainsi que par une production de l'Opep toujours dynamique. La demande continuerait de croître elle-aussi, sous l'effet du renforcement de l'activité dans les pays de l'OCDE.

Le prix du baril de Brent se stabiliserait autour de 108 \$

Au total, les hausses de l'offre et de la demande étant de même ampleur, le prix du baril de Brent se stabiliserait d'ici la fin de l'année. Il est ainsi fixé conventionnellement proche de son dernier cours observé (108 \$ en moyenne en avril 2014). Les difficultés internes de l'Opep pourraient peser sur la production du cartel. En outre, toute aggravation de la crise ukrainienne provoquerait probablement de nouvelles hausses du prix du pétrole. À l'inverse, l'amélioration des relations entre l'Iran et les pays occidentaux pourrait favoriser une détente des prix.

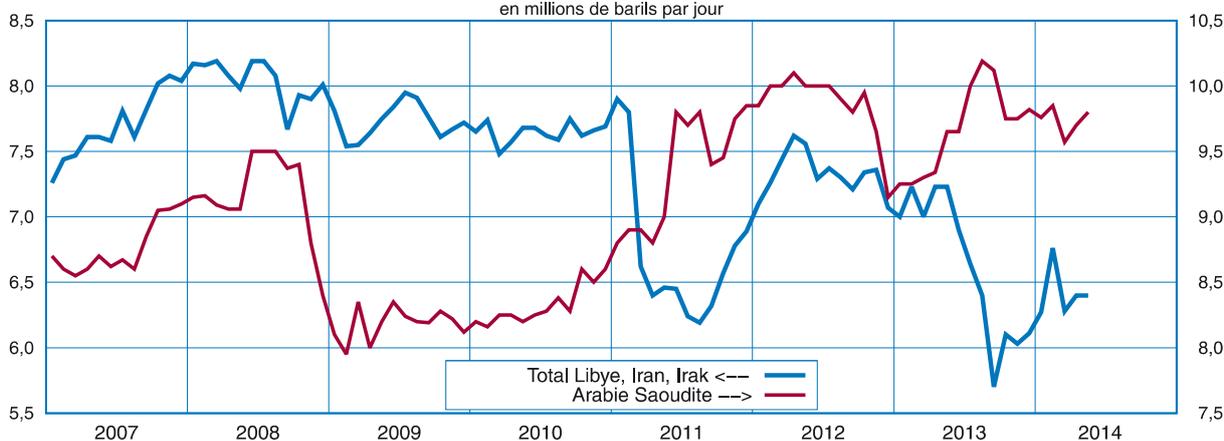
Au deuxième trimestre, les cours des matières premières industrielles se redressent

Marqués par une faible croissance mondiale et une production excédentaire qui a généré une augmentation des stocks, les cours sur le marché des métaux industriels ont baissé au premier trimestre 2014 (cf. graphique 3). C'est notamment le cas du prix du cuivre, en raison d'une moindre activité industrielle en Chine. Les cours se redressent au deuxième trimestre sous l'effet d'une demande mondiale solide. De même, les cours de l'aluminium augmenteraient nettement au

2 - Production de pétrole de l'Arabie Saoudite et de la Libye, de l'Iran et de l'Irak

Dernier point : mai 2014

en millions de barils par jour



Source : AIE

Développements internationaux

deuxième trimestre, en raison de l'embargo sur les exportations de minerai brut en Indonésie et des très longs délais d'approvisionnement.

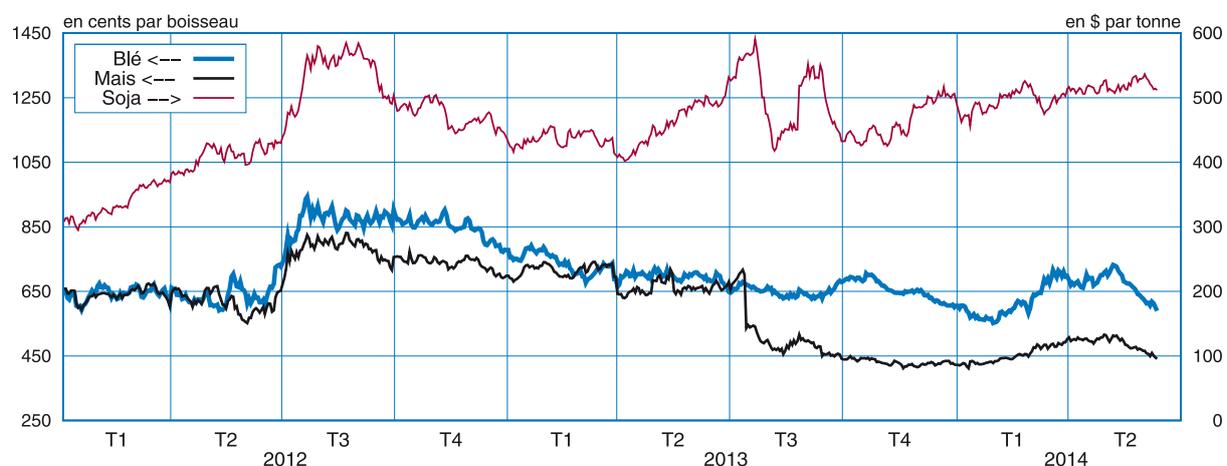
Le prix des matières premières agricoles a crû au premier trimestre (cf. graphique 4), sous l'effet des tensions générées par la crise en Ukraine (un des principaux producteurs de céréales). La

progression est restée toutefois relativement modeste, le niveau de production de maïs étant très élevé, soutenu par des rendements records aux États-Unis. Il en est de même pour le blé qui a bénéficié de meilleures conditions météorologiques et d'importantes réserves au niveau mondial. Les perspectives de prix dépendent de l'évolution des tensions géopolitiques en Europe centrale. ■

3 - Cours des métaux industriels Dernier point : 12 juin 2014



4 - Cours des matières premières alimentaires Dernier point : 12 juin 2014



Marchés financiers

Les politiques monétaires à l'épreuve de la reprise

Dans un contexte de reprise économique lente dans la zone euro, mais plus prononcée dans les autres pays développés et notamment aux États-Unis, la question de la politique monétaire à adopter se pose avec acuité de part et d'autre de l'Atlantique.

Pour l'heure, la Réserve Fédérale, face à la consolidation de la reprise et à l'embellie du marché de l'emploi, poursuit sa stratégie de désengagement de son programme d'assouplissement quantitatif, en réduisant le montant de ses achats de titres mensuels.

La BCE, quant à elle, est confrontée à la faiblesse de l'inflation, à une contraction persistante du crédit au secteur privé et au niveau élevé de l'euro qui pèse sur la compétitivité de l'union monétaire. En juin 2014, elle a abaissé son taux directeur à 0,15 %, et annoncé la mise en place, à partir du troisième trimestre 2014, de plusieurs opérations de refinancement de long terme.

En dépit de ces difficultés persistantes, le retour de la croissance dans la zone euro, qui se confirme, et la réallocation des flux de capitaux internationaux en faveur de placements libellés en euros profitent au marché de la dette souveraine, notamment celle des pays périphériques. Cette attractivité soutient le taux de change de l'euro, qui s'établit à un niveau élevé par rapport au dollar malgré le resserrement tendanciel de politique monétaire aux États-Unis.

À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour les taux de change sont de 1,36 dollar, 139 yens et 0,81 livre pour un euro.

La politique monétaire continue de se normaliser aux États-Unis, mais s'assouplit dans la zone euro

Au deuxième trimestre 2014, la Réserve Fédérale américaine poursuit la normalisation de sa politique monétaire. Elle a de nouveau ralenti le rythme de ses achats de titres fin avril 2014, pour la quatrième fois consécutive. Depuis mai 2014, la Fed achète donc mensuellement 20 Mds \$ de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) et 25 Mds \$ de bons du Trésor, soit la moitié de ce qu'elle

achetait fin 2013. Ses achats de titres s'interrompraient complètement fin 2014, ce qui marquerait l'arrêt de la période d'expansion de son bilan débutée en 2008. Dans le même temps, la politique de taux d'intérêt de la Fed reste inchangée : son taux directeur est à 0,25 % depuis septembre 2009. Une modification de cette politique est conditionnée à une nouvelle amélioration substantielle du marché du travail.

La baisse progressive de l'inflation dans la zone euro inquiète la BCE. En conséquence, lors de sa réunion du 5 juin 2014, le conseil des gouverneurs a nettement assoupli la politique monétaire de l'institution. Le taux de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à 0,15 %, et le taux de facilité de prêt, où les banques déposent au jour le jour leurs excédents de liquidité, a été abaissé à -0,1 %. En outre, à partir de septembre 2014, la BCE conduira des opérations de refinancement de long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), en deux étapes :

- en septembre et décembre 2014, la BCE proposera aux banques européennes un prêt à quatre ans dont le montant pourra aller jusqu'à 7 % de leur encours de prêt au secteur privé non financier (à l'exclusion des prêts immobiliers aux ménages), tel qu'arrêté en avril 2014, soit une somme d'environ 400 Mds €,

- entre mars 2015 et juin 2016, la BCE prêtera trimestriellement aux banques jusqu'à trois fois le montant de leurs nouveaux crédits nets au secteur privé non financier (toujours à l'exclusion des prêts immobiliers aux ménages), à un taux proche du taux directeur.

Enfin, la BCE étendra la liste des collatéraux éligibles comme contrepartie de ses opérations de refinancement, et maintiendra sa procédure d'appels d'offre servis intégralement à taux fixe pour les opérations principales de refinancement jusqu'à décembre 2016 au moins. Elle annonce également qu'elle intensifie sa préparation en vue de mettre en place éventuellement un programme d'achats de titres adossés à des créances d'entreprises non financières.

Au Royaume-Uni comme au Japon, la politique monétaire reste inchangée. La Banque d'Angleterre a conservé son taux directeur (à 0,5 %) et détient toujours un stock important mais inchangé depuis l'été 2012 de bons du Trésor britannique (375 Mds £, soit environ 20 % du PIB). La baisse

rapide du chômage à 6,8 % au premier trimestre 2014, soit un niveau inférieur à la cible de 7 % initialement évoquée par la BoE comme préalable à toute hausse des taux, laisse présager la fin du *statu quo* actuel dans les trimestres qui viennent. Au Japon, la banque centrale maintient la politique très accommodante qu'elle a amorcée début 2013 dans le but de permettre au pays de sortir de déflation. Elle continue ainsi de procéder à l'expansion de sa base monétaire à un rythme annuel de 60 000 à 70 000 Mds de yens (environ 15 % du PIB par an entre 2013 et 2015).

Dans la zone euro, le marché interbancaire se ravive, mais le crédit continue de se contracter

Malgré la réduction de la liquidité excédentaire conservée par les banques, une large part des banques européennes continue d'effectuer son refinancement auprès de la BCE, grâce à la liquidité prêtée lors des opérations de refinancement de très long terme de fin 2011 et début 2012. Ceci s'observe surtout dans les pays périphériques, où les institutions financières restent fragiles. Le marché interbancaire montre toutefois des signes d'amélioration depuis début 2014 : les volumes négociés au jour le jour y augmentent nettement, ce qui conduit au retour d'un peu de volatilité. Mais les échanges se font toujours préférentiellement entre banques des pays « cœur », au détriment de celles des pays périphériques, de sorte que l'hétérogénéité persiste.

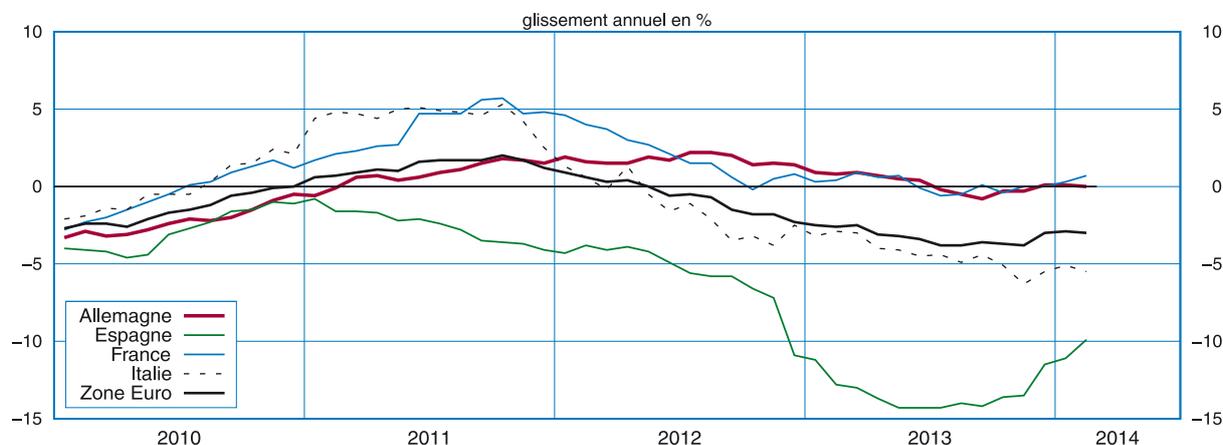
Le crédit aux entreprises de la zone euro reste caractérisé par une baisse des encours de crédit au premier trimestre 2014, bien qu'à un rythme légèrement moins prononcé que fin 2013. Ce

recul est particulièrement prononcé en Italie et en Espagne (cf. *graphique 1*). L'enquête menée par la BCE auprès des banques de la zone (*Bank Lending Survey*) parue en avril 2014 attribue la moindre baisse des encours de crédit au fait que la demande adressée aux banques aurait cessé de décroître, dans un contexte de stabilité des conditions d'offre. Cependant, selon l'enquête sur l'accès des PME européennes au financement également menée par la BCE (enquête *Safe*) et portant sur la période d'octobre 2013 à mars 2014, 14 % des PME européennes rencontrent toujours des difficultés d'accès au financement externe (pour une analyse de l'impact des conditions de crédit sur les entreprises françaises entre 2003 et 2013 cf. *dossier de cette Note de conjoncture* « Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France »). De plus, au sein même de la zone euro, une forte hétérogénéité dans les taux d'emprunt bancaire facturés aux entreprises perdure. Ainsi, les taux d'intérêt moyens sur les nouveaux crédits accordés aux entreprises italiennes et espagnoles restent supérieurs de plus d'un point à ceux accordés aux entreprises allemandes et françaises (cf. *graphique 2*).

Le marché des dettes souveraines continue de se normaliser progressivement

Dans la zone euro, la normalisation des conditions de financement des dettes souveraines européennes se poursuit, et les principaux pays touchés par la crise de la dette souveraine en 2011 retrouvent des conditions d'endettement plus favorables. Ainsi, les taux souverains à 10 ans de l'Espagne comme de l'Italie

1 - Encours de crédit bancaire aux sociétés non financières dans la zone euro
Dernier point : avril 2014



Source : Banque Centrale Européenne

Développements internationaux

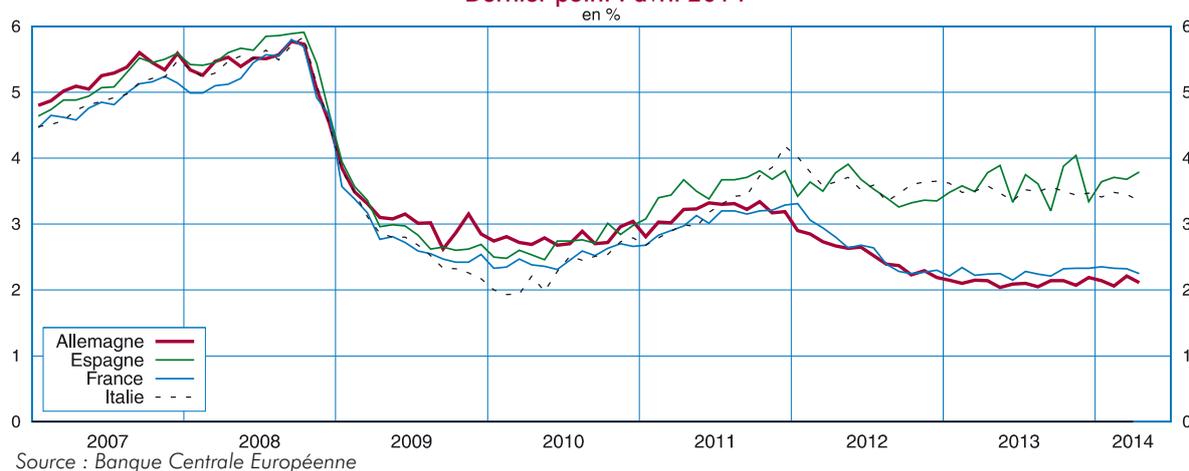
continuent de diminuer : en mai, ils se situaient autour de 2,9 % et 3,0 % respectivement. La situation des pays les plus durement touchés s'améliore également : en avril, la Grèce a réalisé sa première émission de dette souveraine de long terme depuis 2010 (3 Mds € à 5 ans à 4,9 %) ; en mai, le Portugal est sorti du plan d'aide de la *Troïka* sans recourir à une nouvelle ouverture de ligne de crédit. Dans le même temps, l'Allemagne, comme la France, continuent de bénéficier de conditions d'emprunt très avantageuses (taux à 1,4 % et 1,8 % respectivement en mai). De même, les États-Unis et le Royaume-Uni conservent des taux bas et stables depuis le début de l'année.

L'euro reste fort

Malgré le ralentissement de l'assouplissement monétaire américain et en dépit des différentiels d'inflation et de croissance anticipés, l'euro reste fort par rapport au dollar (cf. graphique 3). Le retour de l'attractivité des placements européens, en particulier des dettes souveraines des pays périphériques qui présentent des rendements relativement élevés et sont à nouveau considérés comme peu risqués, en est partiellement la cause. Dans le même temps, le yen est resté stable en dépit de la poursuite de l'assouplissement monétaire mené par la banque centrale nippone. La livre, en revanche, poursuit un mouvement d'appréciation amorcé à l'été 2013. Par ailleurs, les autorités chinoises ont continué de laisser le yuan se déprécier face au dollar. Au 1^{er} mai 2014, il est à son plus bas niveau depuis fin 2012. ■

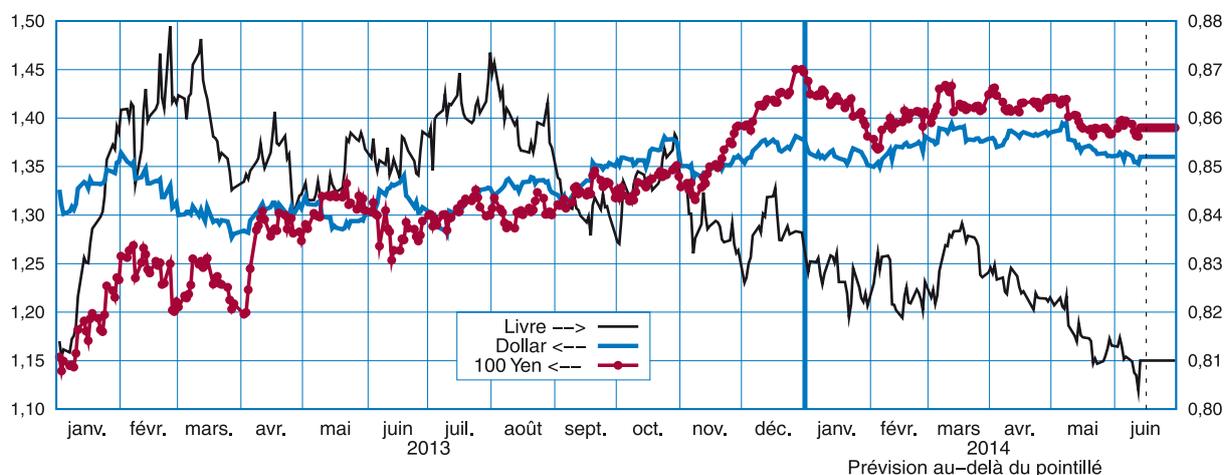
2 - Taux moyen des crédits nouveaux aux sociétés non financières

Dernier point : avril 2014



3 - Taux de change de l'euro

Dernier point : 12 juin 2014



Zone Euro

Une reprise en pente douce

Au premier trimestre 2014, l'activité a de nouveau crû dans la zone euro : +0,2 %, après +0,3 % au quatrième trimestre 2013. Cette hausse a été de moindre ampleur qu'attendu, principalement en raison d'un commerce mondial décevant. Mais celle de la demande intérieure (+0,2 % après +0,1 %) a confirmé le retour progressif de la croissance à l'intérieur de la zone.

Cette tendance se poursuivrait d'ici la fin de l'année, la demande intérieure progressant encore modérément (+0,2 % au deuxième trimestre, puis +0,3 % par trimestre au second semestre). Bien que peu dynamique (+0,3 % par trimestre), la consommation bénéficierait de gains modestes de salaire réel et de l'affaiblissement de la consolidation budgétaire, tandis que le redressement de l'investissement des entreprises se confirmerait.

Au total, le PIB de la zone euro croîtrait de 1,0 % en 2014, après avoir reculé de 0,4 % en 2013.

Croissance modérée au premier trimestre 2014

Au premier trimestre 2014, l'activité dans la zone euro a progressé modérément, comme fin 2013 (+0,2 % après +0,3 %). Cette hausse est moins vive qu'attendu dans la Note de conjoncture de mars 2013 (+0,4 %), principalement du fait des exportations qui ont faiblement progressé (+0,3 %). Toutefois la reprise progressive dans la zone euro se confirme : comme attendu, la

demande intérieure hors stocks a légèrement accéléré (+0,2 % après +0,1 %), en particulier la consommation privée (+0,1 % après +0,0 %). L'investissement en équipement, bien qu'en léger ralentissement, serait également resté dynamique (+1,5 % après +2,7 %).

Selon les enquêtes de conjoncture, l'activité continuerait de croître

Après la forte amélioration intervenue entre mi-2013 et fin 2013, les enquêtes de conjoncture sont globalement stables depuis le début de l'année, à un niveau cohérent avec une croissance modérée. Seul le secteur de la construction continue de se situer en phase nettement défavorable (cf. graphique 1).

Les enquêtes laissent augurer la poursuite d'une croissance modeste, de l'ordre de +0,3 % par trimestre d'ici la fin de l'année.

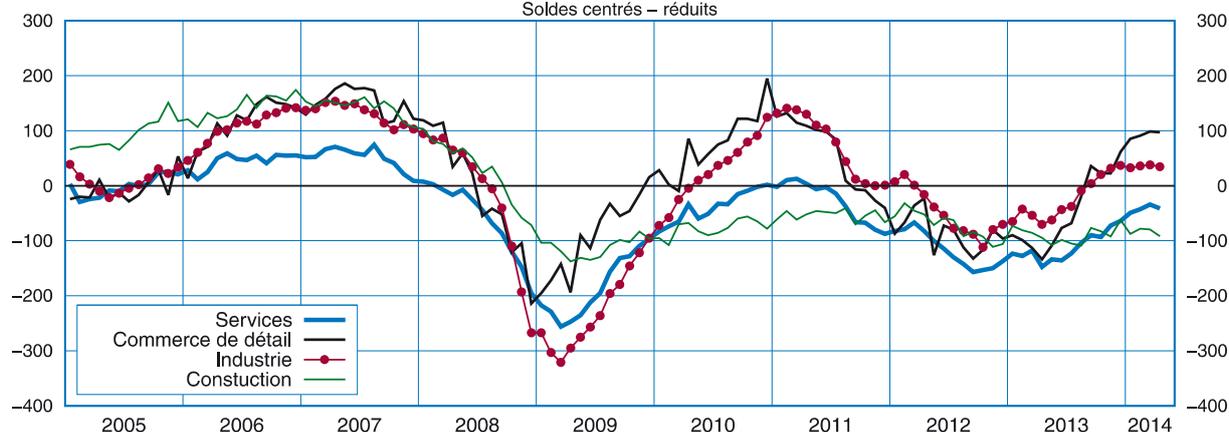
La croissance est avant tout portée par la demande intérieure : la consommation...

Le pouvoir d'achat des ménages progresserait à nouveau en 2014 (+0,8 %), après quatre années consécutives de baisse, avec la conjonction de deux facteurs favorables. D'une part, la croissance de l'activité entraînerait celle de l'emploi, à un rythme comparable à celui observé fin 2013 (+0,1 % par trimestre). Cette hausse ne serait toutefois pas suffisante pour que le taux de chômage baisse : celui-ci se stabiliserait à son niveau d'avril (11,7 %). La reprise de l'activité favoriserait également une reprise modérée de la

1 - Indicateurs de confiance par secteurs

Dernier point : avril 2014

Soldes centrés - réduits



Source : Eurostat

Développements internationaux

croissance des salaires réels (particulièrement en Allemagne et en Espagne). D'autre part, le rythme de la consolidation budgétaire faiblissant, la pression fiscale diminuerait sur les ménages (particulièrement en Italie).

Dans ces conditions, la consommation croîtrait à nouveau (+0,7 % en moyenne sur l'année), après deux années consécutives de baisse (-0,6 % en 2013 après -1,4 % en 2012).

... et l'investissement des entreprises, malgré le repli de la construction

Après avoir fortement diminué entre mi-2011 et mi-2013, l'investissement des entreprises a retrouvé, depuis le milieu de l'année dernière, une croissance relativement dynamique (+1,5 % en moyenne depuis le deuxième trimestre 2013). En prévision, il conserverait ce rythme, soutenu par l'amélioration des perspectives de demande et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement. Cette croissance solide de l'investissement se matérialiserait dans les principaux pays de la zone euro, à l'exception de la France où le besoin de renouvellement est limité du fait de la bonne tenue relative de l'investissement en équipement depuis 2010.

L'investissement dans la construction, au contraire, est resté atone au premier trimestre et se replierait au deuxième trimestre 2014 (-0,7 %, principalement en raison du contrecoup de l'hiver doux en Allemagne). Les dépenses stagneraient ensuite au second semestre, avec des évolutions contrastées selon les pays : en Allemagne, les dépenses en construction croîtraient fortement, notamment grâce au déblocage des fonds de reconstruction après les inondations du printemps 2013 ; à l'inverse, en Espagne, en Italie et en France, la baisse de l'investissement se poursuivrait, mais à un rythme

progressivement moindre. Ces écarts de phases conjoncturelles dans la construction entre l'Allemagne et ses principaux partenaires contribuent pour environ la moitié aux écarts de croissance du PIB prévus en 2014.

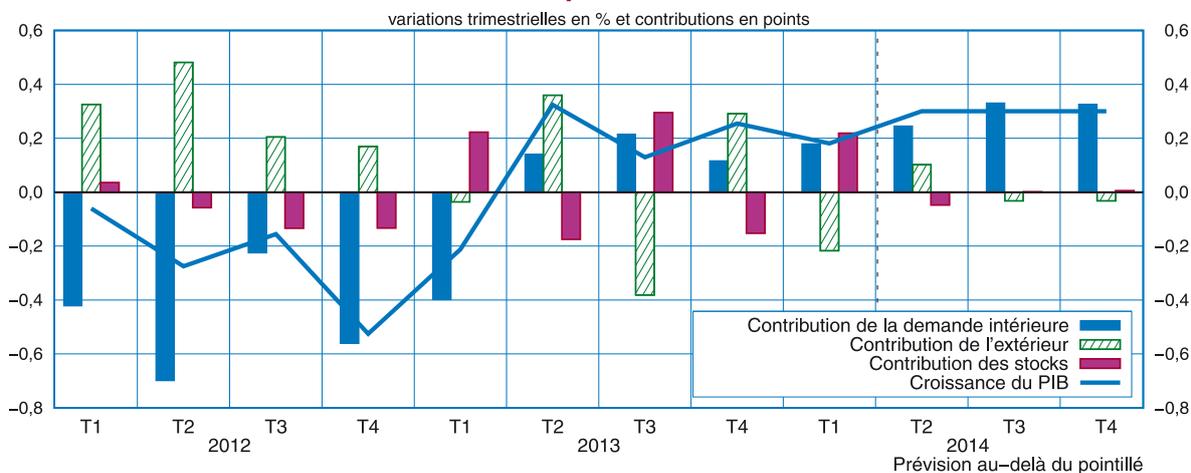
Le commerce extérieur ne contribuerait plus à la croissance

Après avoir stagné au premier trimestre, les exportations évolueraient ensuite de façon cohérente avec la demande mondiale : +1,2 % au deuxième trimestre par contrecoup de l'atonie au premier trimestre, puis +0,8 % par trimestre. Dans le sillage de la demande intérieure, les importations croîtraient également à nouveau à un rythme relativement soutenu (+1 % environ par trimestre) et la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle en 2014, signe du regain de vigueur de la demande intérieure (cf. graphique 2).

L'inflation resterait limitée

En mai 2014, l'inflation d'ensemble s'établirait à +0,5 % en glissement annuel. Elle progresserait légèrement à +0,8 % à l'horizon de décembre, du fait d'une nouvelle hausse des prix de l'énergie. Sous l'hypothèse conventionnelle d'un baril de Brent stable en prévision à 108 \$ (79,4€) et sous l'effet des sorties de glissement des baisses observées en octobre et novembre 2013, le glissement annuel des prix des produits énergétiques augmenterait en effet à +0,5 % en décembre 2014, après 0,0 % en mai. Par ailleurs, le redressement des prix des matières premières alimentaires constaté depuis le début de l'année 2014 contribuerait à l'accélération des prix de l'alimentation d'ici la fin de l'année. En revanche, l'inflation « sous-jacente » resterait limitée : +0,8 % sur un an en décembre, après +0,7 % en mai. ■

2 - La demande intérieure prendrait le relais de l'extérieur



Sources : Eurostat, calculs et prévisions Insee