

# **D**éveloppements internationaux



# Pétrole et matières premières

## L'offre permet de répondre aux besoins du marché

Au quatrième trimestre 2013, le prix du Brent est resté à un niveau élevé (109 US\$ en moyenne). Le recul de la production de l'Opep et le dynamisme de la demande des pays de l'OCDE ont conduit à une nette baisse des stocks de pétrole des pays développés hors États-Unis et soutenu les prix du brut.

Au premier trimestre 2014, le marché physique devrait se détendre. La demande ralentirait, dans les pays de l'OCDE de manière saisonnière. L'offre s'accroîtrait grâce à la reprise de la production de l'Opep, en particulier en Libye. La production de pétrole non conventionnel serait également très dynamique aux États-Unis.

Au deuxième trimestre, le redémarrage de la consommation dans les pays émergents entraînerait une hausse de la demande mondiale, malgré la baisse saisonnière dans les pays de l'OCDE. En ligne avec la demande, la production augmenterait, en particulier celle cyclique de biocarburants. Au total, le prix du Brent est supposé fluctuer autour de son niveau actuel, à 108 US\$.

Face à la croissance de la demande, tout retard dans la hausse de la production de l'Opep pourrait alimenter une augmentation des cours du brut, alors que les stocks OCDE sont faibles.

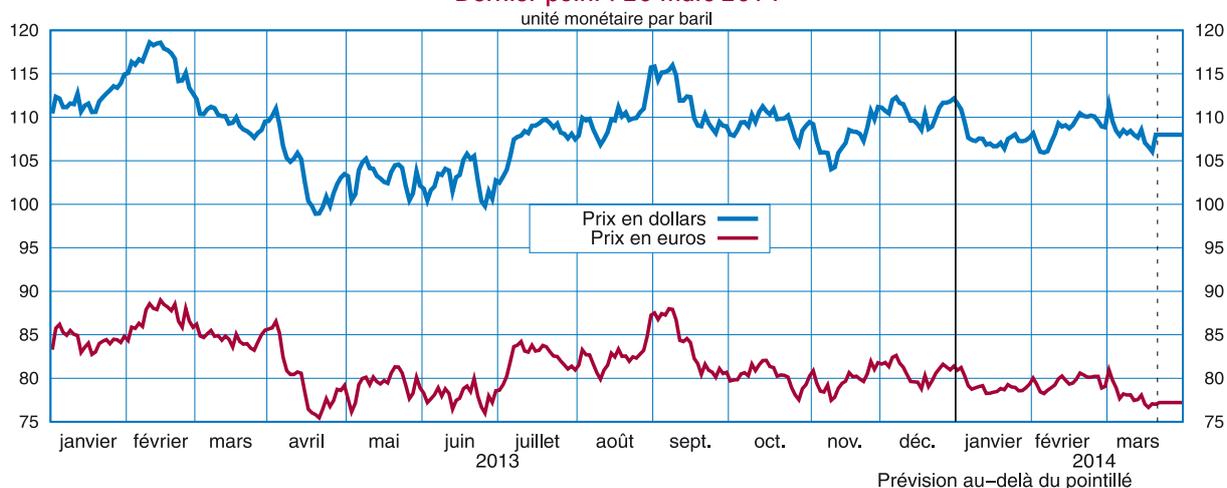
À l'inverse, le dynamisme de la production d'hydrocarbures non conventionnels ou une amélioration plus rapide que prévu en Libye, Irak ou Iran, pourraient permettre une légère détente des cours. Enfin, une éventuelle baisse de la production russe, si les tensions diplomatiques s'accroissent, pourrait jouer à la hausse sur le cours.

### Au quatrième trimestre 2013, nette baisse des stocks en pétrole

Le dynamisme de la demande mondiale et les incertitudes sur la production en lien avec la situation géopolitique au Moyen-Orient ont maintenu le cours du pétrole de la mer du Nord (Brent) à un niveau élevé durant le quatrième trimestre (109 US\$ en moyenne, cf. graphique 1). La baisse du prix, liée à l'apaisement partiel des tensions, s'est interrompue à partir du mois de novembre sous l'effet du dynamisme de la demande mondiale, en particulier dans les pays de l'OCDE.

La demande mondiale a augmenté (+200 000 bpi), grâce à la consommation saisonnière des pays de l'OCDE (+200 000 bpi). La demande japonaise a été particulièrement dynamique (+400 000 bpi), portée par la forte activité de l'industrie pétrochimique. Celle en combustibles industriels a conduit les États-Unis à accroître leur demande

1 - Prix du Brent en € et en \$  
Dernier point : 20 mars 2014



Source : Commodity Research Bureau

## Développements internationaux

énergétique (+100 000 bpi), en particulier à destination des secteurs de la pétrochimie et de l'agriculture. En Europe, la demande hors stocks de pétrole brut a baissé (-400 000 bpi), dans un contexte de reprise économique poussive. En outre, la consommation des pays n'appartenant pas à l'OCDE a fléchi (-100 000 bpi).

Dans le même temps, l'offre mondiale de pétrole est restée quasi stable (-100 000 bpi). La production a diminué dans les pays de l'Opep (-800 000 bpi). En dépit d'un léger rebond transitoire en octobre, la production libyenne est restée très faible, atteignant en novembre son plus bas niveau depuis septembre 2011 (220 000 bpi). La production est également restée faible en Irak et en Iran, où les sanctions ont été maintenues malgré l'accord intervenu avec les puissances occidentales en novembre. De plus, la production a baissé en Arabie Saoudite de manière saisonnière (cf. graphique 2). À l'inverse, la production a été dynamique dans les pays de l'OCDE (+400 000 bpi).

### Au premier trimestre 2014, la demande marquerait le pas et l'offre resterait dynamique

Sur le marché physique, la demande hors stocks baisserait de 1M bpi. Elle se replierait dans les pays de l'OCDE de manière saisonnière, mais aussi aux États-Unis (-300 000 bpi). En particulier, en raison de travaux de maintenance, l'exploitation des raffineries resterait faible durant cette période. En outre, la demande subirait le contrecoup de la consommation dynamique observée au quatrième trimestre 2013 alors que les stocks resteraient à un niveau élevé. Elle baisserait également en Europe (-400 000 bpi), la

baisse tendancielle de leur intensité énergétique faisant plus que compenser la faible croissance de la zone euro. La demande hors OCDE diminuerait (-400 000 bpi), notamment sous l'effet du ralentissement de l'économie russe.

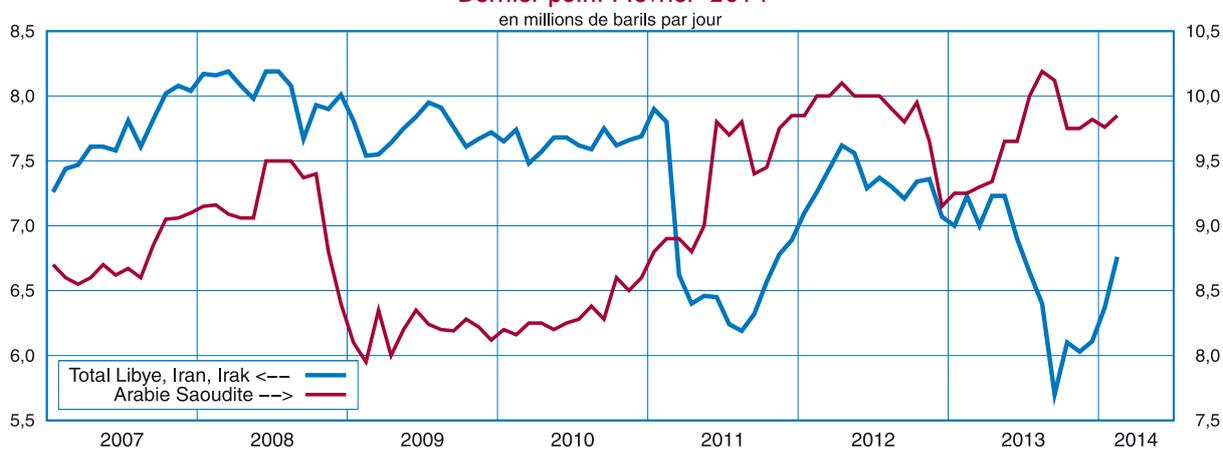
À l'inverse, l'offre de pétrole brut se redresserait d'environ 400 000 bpi, car la production resterait dynamique dans les pays producteurs hors Opep, particulièrement aux États-Unis (+500 000 bpi) et augmenterait légèrement dans les pays de l'Opep. En effet, la fin des travaux de maintenance sur les installations irakiennes, qui ont entraîné une hausse de production de 500 000 bpi en février 2014, permettraient au cartel d'augmenter sa production de brut (+200 000 bpi) et d'atteindre son quota annoncé de 30 000 bpi.

### Au deuxième trimestre 2014, offre et demande seraient dynamiques

Au deuxième trimestre 2014, l'offre de pétrole augmenterait de nouveau (+500 000 bpi). La production de gaz naturel liquéfié de l'Opep s'accroîtrait (+100 000 bpi) et le quota de production de brut de l'Opep (30 000 bpi) serait de nouveau atteint. Hors de l'Opep, la production serait essentiellement soutenue par le dynamisme de l'offre en biocarburants (+400 000 bpi).

La demande de pétrole hors stocks augmenterait également (+700 000 bpi), du fait d'une hausse de la consommation dans les pays émergents (+1,5 Mbpi), alors que la demande diminuerait dans les pays de l'OCDE (-700 000 bpi) : la baisse de la consommation japonaise au sortir de l'hiver (-900 000 bpi) ne serait pas compensée par le regain de dynamisme de la demande européenne (+300 000 bpi).

### 2 - Production de pétrole de l'Arabie Saoudite et de la Libye, de l'Irak et de l'Irak Dernier point : février 2014



### Le prix du pétrole s'établirait autour de 108 US\$ le baril de **Brent** à l'horizon de la prévision

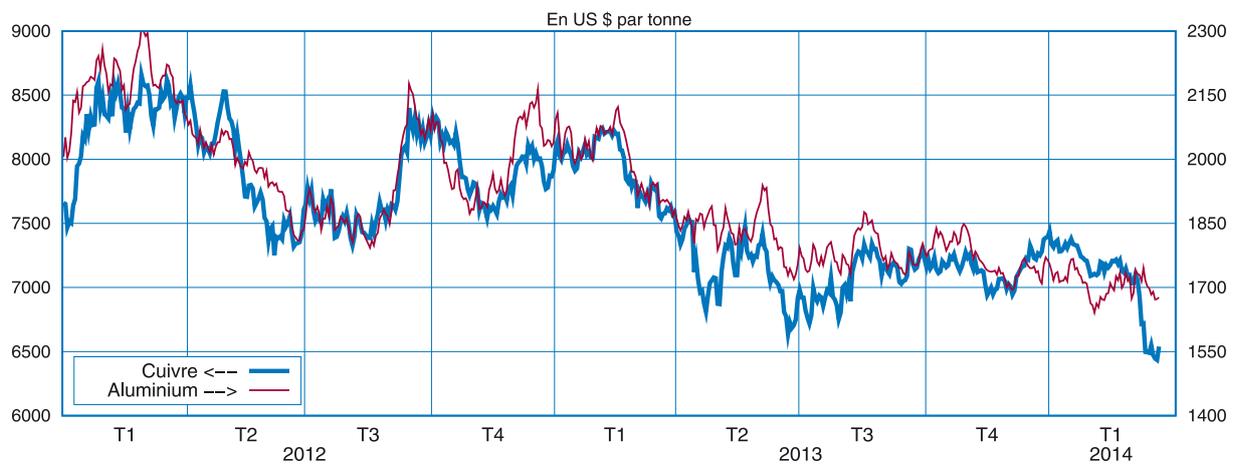
Le prix du baril de *Brent* est supposé fluctuer autour de 108 US\$ à l'horizon de juin 2014. Cette hypothèse correspond au cours observé récemment (108 \$ en moyenne par baril en mars). En effet, la production de l'Opep comme celle des États-Unis serait dynamique et permettrait de servir la demande. Toutefois, une éventuelle baisse de la production russe, si les tensions diplomatiques s'accroissent, pourrait jouer à la hausse sur le cours.

### Les cours des matières premières industrielles fluctuent faiblement

Les cours des métaux industriels ont de nouveau crû au quatrième trimestre. En particulier, ceux du cuivre ont légèrement augmenté (*cf. graphique 3*), en lien avec la forte consommation des pays émergents, notamment de la Chine, avant de baisser à nouveau au premier trimestre. En revanche, les cours de l'aluminium continuent de diminuer, en raison des stocks importants détenus par la Chine.

Les évolutions marquées de l'offre mondiale de plusieurs matières premières ont généré des mouvements d'amplitude dans les cours. Ainsi, des récoltes abondantes ont entraîné de fortes baisses des cours des céréales, notamment du blé et du maïs. ■

### 3 - Cours des métaux industriels Dernier point : 21 mars 2014



# Marchés financiers

## Les politiques monétaires à la croisée des chemins

*Alors que la reprise mondiale se confirme, le calendrier du durcissement des politiques monétaires prend une acuité nouvelle. Ainsi, aux États-Unis, la Réserve fédérale a commencé en décembre 2013 à réduire le volume de ses achats mensuels de titres, première étape vers un arrêt à terme de l'assouplissement quantitatif. Ce durcissement a occasionné l'apparition d'une crise monétaire et boursière dans les pays émergents dont les balances courantes étaient déficitaires. Au Royaume-Uni, la politique monétaire reste très accommodante, mais la Banque d'Angleterre confrontée à la forte baisse du taux de chômage risque de devoir changer sa stratégie à un terme plus ou moins proche. La Banque centrale européenne (BCE) est en revanche confrontée à la faiblesse de la reprise et de l'inflation qui l'a incitée à ne pas modifier l'orientation de sa politique monétaire. Elle assure toujours un accès facilité à la liquidité. Alors que les conditions de financement des dettes souveraines des États continuent d'évoluer favorablement, en particulier pour les pays périphériques de l'Union, cette amélioration ne s'est jusqu'ici guère transmise aux entreprises.*

*Sur le marché des changes, l'euro reste à un niveau fort par rapport au dollar malgré la réduction du soutien de la Réserve fédérale à l'économie américaine. À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour les taux de change sont de 1,38 dollar, 140 yens et 0,83 livre pour un euro.*

### **La Réserve fédérale commence à réduire son soutien à l'économie américaine**

Alors que la reprise se confirme, les banques centrales des principales économies avancées pratiquent toujours des politiques monétaires largement expansionnistes. Cependant, les positions conjoncturelles restent hétérogènes et les institutions monétaires font donc face à des enjeux différents. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a diminué à plusieurs reprises (en janvier 2014 et février 2014, puis de nouveau en avril 2014) le volume de ses achats de titres mensuels, engageant ainsi une réduction de son soutien à

l'économie américaine préparée depuis le printemps 2013. En avril 2014, la Fed ne rachètera plus que 25 Mds US\$ de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) et 30 Mds US\$ de bons du Trésor mensuellement, soit une diminution totale de 30 Mds US\$ par rapport à 2013. Malgré la forte baisse du taux de chômage, à 6,7 % en février, son taux directeur, inchangé depuis septembre 2009, resterait toutefois à 0,25 % à l'horizon de la prévision, conformément aux annonces de la Réserve fédérale.

Dans la zone euro, la politique monétaire reste également expansionniste, afin d'assurer aux banques européennes des conditions de refinancement avantageuses. Celles-ci le resteraient malgré les remboursements anticipés des prêts de très long terme octroyés par la BCE aux banques fin 2011 et début 2012, de sorte que la BCE n'aurait pas besoin, dans le scénario le plus probable, de conduire de nouvelles opérations non conventionnelles sur le marché interbancaire à l'horizon de la prévision. L'institution se montre cependant préoccupée par le faible niveau de l'inflation dans la zone euro, même si elle estime que les anticipations d'inflation à moyen terme restent bien ancrées. Elle laisse toutefois entendre que son taux directeur, à 0,25 % depuis novembre 2013, devrait rester stable à l'horizon de la prévision.

Au Royaume-Uni, la banque d'Angleterre (BoE) ne pratique plus d'assouplissement quantitatif depuis l'été 2012 mais la politique monétaire reste très accommodante (taux directeur à 0,5 %, programme de stimulation du crédit aux entreprises). Du fait de sa forte baisse, le taux de chômage est aujourd'hui à un niveau proche du seuil à partir duquel la BoE avait annoncé qu'elle pourrait relever ses taux, ce qui l'a incitée à minimiser l'impact du taux de chômage, au profit d'une panoplie plus large d'indicateurs de sous-utilisation des facteurs de production. Au Japon, la banque centrale maintient la politique monétaire très expansionniste qu'elle a initiée au début de l'année 2013, afin de sortir de déflation (avec une cible d'inflation de long terme fixée par la Banque du Japon à 2 %). Elle continue ainsi de procéder à l'expansion de la base monétaire à un rythme annuel de 60 à 70 Mds yens (environ 15 % du PIB par an). Son taux directeur reste fixé à 0,1 %.

### Les déséquilibres persistent sur le marché monétaire européen

Le fonctionnement du marché monétaire européen reste marqué par le rôle important de la BCE. Les banques se refinancent encore largement grâce aux prêts octroyés par la BCE lors de ses opérations lancées fin 2011 et début 2012, les volumes échangés au jour-le-jour entre les banques restent faibles, et les taux d'intérêt bas. L'incertitude entourant la capacité des banques à se prêter des fonds sans recourir au guichet de la BCE, à mesure que l'excédent de liquidité se réduit, a cependant entraîné une légère remontée des taux et de la volatilité du marché interbancaire.

Par ailleurs, le marché interbancaire reste fragmenté : les conditions de refinancement des banques sont meilleures dans les pays du cœur de la zone (par exemple l'Allemagne et la France), où celles-ci ont retrouvé un accès au marché interbancaire, que dans les pays périphériques (notamment l'Espagne et l'Italie). La renationalisation des circuits de financement se répercute sur les conditions de financement des agents privés non financiers des différentes économies européennes, et continue de limiter la transmission de la politique monétaire de la BCE. Ainsi, l'écart entre les taux bas accordés aux entreprises françaises et allemandes et ceux, plus élevés, accordés aux entreprises italiennes et espagnoles ne s'est pas résorbé pour les petites entreprises.

### Le marché du crédit reste embourbé dans la zone euro

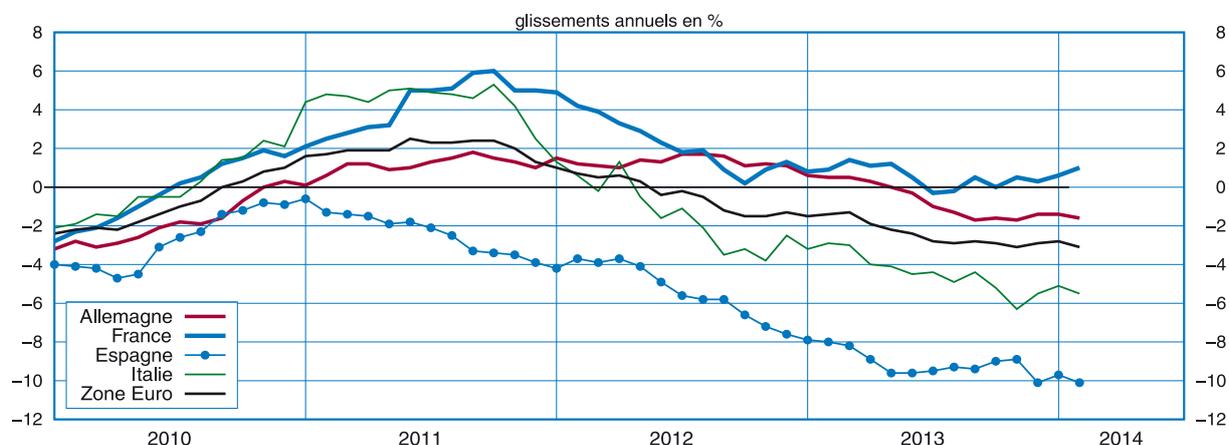
Dans la zone euro, les conditions de financement par le crédit bancaire sont restées dégradées au premier trimestre 2014. En février, l'encours de crédit aux sociétés non financières s'y repliait (-3,1 % en glissement annuel, cf. graphique 1),

comme c'est le cas chaque mois depuis plus d'un an et demi. Selon l'enquête de la BCE sur la distribution de crédit dans la zone euro, les banques interrogées ont encore durci leurs conditions d'offre de crédit aux entreprises au quatrième trimestre 2013, mais plus modérément depuis quatre trimestres que par le passé, à mesure que les perspectives des entreprises se rétablissent. En France, l'encours de crédit aux sociétés non financières progresse légèrement au premier trimestre 2014 (+1,0 % en février en glissement annuel). Si le crédit aux entreprises et le crédit à la consommation semblent robustes, le marché du crédit immobilier confirme les signes de faiblesse qu'il donnait depuis le troisième trimestre 2013 : les flux de crédits nouveaux immobiliers fléchissent continûment depuis août 2013.

### Le marché des dettes souveraines européennes continue de se détendre

La normalisation des conditions de financement des dettes souveraines européennes se poursuit au quatrième trimestre. La France et l'Allemagne jouissent d'excellentes conditions de financement sur le marché secondaire. La dette souveraine américaine, malgré un léger durcissement de ses conditions de financement depuis le début de l'année 2013, se négocie également à des taux d'intérêt très bas, de même que celle d'Angleterre. Les conditions de financement des dettes souveraines espagnole et italienne se sont maintenant détendues : ces deux pays bénéficient de taux d'intérêt inférieurs à 5 %. Les conditions de financement de la dette portugaise se sont également sensiblement améliorées et le pays prévoit de quitter le programme d'aide de la Troïka en juin 2014. Les taux d'intérêt de la Grèce sur le marché secondaire de sa dette continuent de baisser, mais le pays n'émet toujours pas de dette souveraine de long terme.

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



Source : Banque Centrale Européenne

## Développements internationaux

### Les marchés boursiers fébriles

Après une hausse soutenue tout au long de l'année 2013, les indices boursiers des économies avancées ont marqué le pas au début du premier trimestre 2014, et leur volatilité a augmenté. Cette fébrilité trouve son origine dans la crise boursière qui frappe les économies émergentes au premier trimestre 2014. Dans le sillage de la politique plus restrictive de la Fed et de perspectives économiques moins favorables que prévu, les indices boursiers des économies émergentes ont baissé depuis le quatrième trimestre 2013, la correction étant d'amplitude comparable à celle de l'été 2013. Sous l'effet du ralentissement - maintenant effectif - de la création monétaire aux États-Unis, des capitaux étrangers investis sur les marchés émergents sont rapatriés, entraînant une forte dépréciation des monnaies et une chute des indices boursiers de certains pays émergents (Russie, Turquie, Argentine). Pour tenter de soutenir leurs monnaies, les banques centrales sont intervenues, au travers des hausses de taux directeur notamment.

### L'euro reste fort par rapport au dollar

Malgré le ralentissement de l'assouplissement monétaire américain, l'euro reste fort par rapport au dollar au premier trimestre 2014 (cf. graphique 2). En particulier les mouvements de capitaux qui se retirent des économies émergentes semblent se diriger majoritairement vers la zone euro alors même que les perspectives de taux d'intérêt et de croissance sont plus favorables outre-Atlantique. La livre sterling connaît une appréciation marquée depuis mi-2013, portée par la reprise britannique, tandis que le yen reste à un niveau bas par rapport à l'euro, conséquence de l'assouplissement monétaire massif mené par la banque centrale nipponne. Face au fléchissement de la croissance chinoise, les autorités monétaires ont laissé le yuan se déprécier par rapport au dollar, de sorte que la monnaie chinoise a atteint en mars 2014 son plus bas niveau depuis plus d'un an. ■

**2 - Taux de change de l'euro**  
Dernier point : 24 mars 2014



Source : Banque Centrale Européenne

# Zone Euro

## La reprise se consolide, doucement

Au quatrième trimestre 2013, l'activité dans la zone euro a accéléré (+0,3 % après +0,1 % au troisième trimestre), du fait d'une reprise de l'investissement et des exportations.

Selon les enquêtes de conjoncture, l'activité continue globalement à se redresser, mais à un rythme moindre. La croissance de la zone euro serait donc un peu plus dynamique au premier semestre 2014 qu'au second semestre 2013 (+0,4 % au premier trimestre 2014 et +0,3 % au deuxième, contre +0,4 % sur l'ensemble du second semestre 2013).

En effet, la consommation serait soutenue par le redémarrage du pouvoir d'achat. Et surtout, avec l'amélioration des perspectives d'activité et d'emploi, les ménages diminueraient leur épargne de précaution. La consommation augmenterait donc un peu plus vite que le pouvoir d'achat.

Par ailleurs, le retour de la croissance et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement continueraient de soutenir l'investissement en équipement. Dans la construction, la baisse de l'investissement s'atténuerait, conséquence d'un retour de confiance, même si elle reste faible.

Les exportations progresseraient à un rythme soutenu, tout comme les importations, portées par la demande intérieure, et la contribution des échanges à la croissance serait nulle.

Au total, l'acquis de croissance pour 2014 à fin juin serait nettement positif, à +0,9 %, après un recul de l'activité en 2012 et 2013.

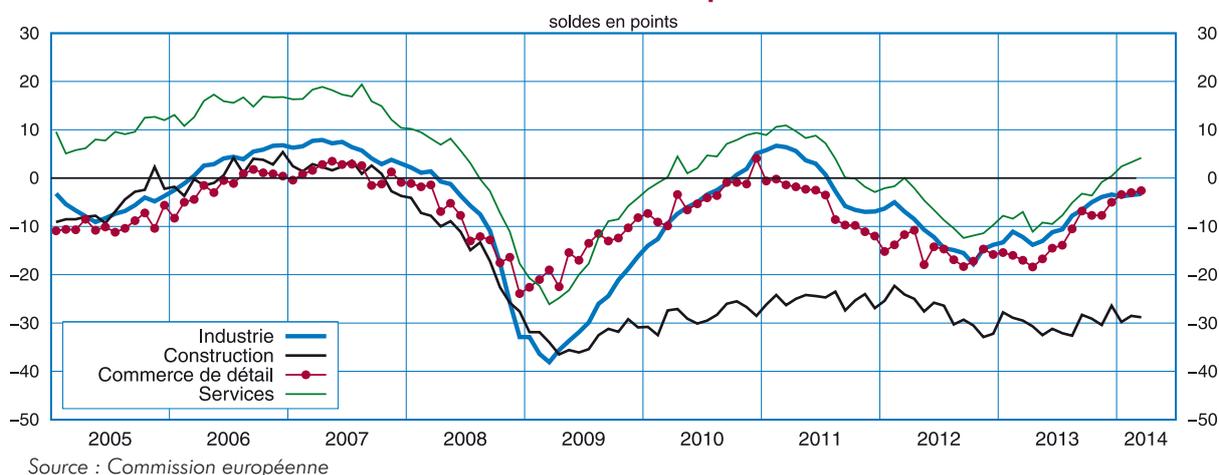
### Croissance modérée au quatrième trimestre 2013

Au quatrième trimestre 2013, le PIB de la zone a progressé de 0,3 %, comme anticipé dans la Note de conjoncture de décembre 2013. Avec trois trimestres consécutifs de hausse, la sortie de récession de la zone euro est donc confirmée, l'activité ayant même accéléré par rapport au troisième trimestre (+0,1 %). Si la consommation des ménages n'a que légèrement progressé (+0,1 %), l'investissement a nettement accéléré (+1,1 % après +0,6 % au troisième trimestre). Les exportations ont rebondi (+1,2 % après 0,0 %) alors que les importations ont ralenti (+0,4 % après +1,0 %). Au total, la contribution positive des échanges extérieurs a plus que compensé la contribution négative des stocks (+0,4 point contre -0,3 point), exact miroir du troisième trimestre (-0,4 point contre +0,3 point).

### La reprise se poursuivrait au premier semestre 2014

Selon les enquêtes de conjoncture publiées par la Commission européenne, l'activité est en hausse depuis le printemps 2013 dans l'industrie, le commerce de détail et les services (cf. graphique 1). La dégradation du climat des affaires s'est arrêtée dans la construction début 2014, mais les résultats des enquêtes restent à un niveau très bas. L'activité dans la zone euro progresserait donc de nouveau au premier semestre 2014 (+0,4 % au premier trimestre puis +0,3 % au deuxième), portée par la demande intérieure dans un contexte de moindre consolidation budgétaire.

1 - Indicateurs de confiance par secteurs



## Développements internationaux

L'Espagne, la France et l'Italie auraient des rythmes de croissance similaires, mais l'activité de l'Allemagne serait plus dynamique à l'horizon de la prévision.

### Accélération de la consommation privée

Compte tenu des gains de productivité, le rythme de croissance de l'activité serait insuffisant pour permettre un redémarrage de l'emploi, qui serait stable au premier semestre 2014. Comme la population active resterait atone, le taux de chômage (12 % en janvier 2014) serait inchangé à l'horizon de la prévision.

Les salaires nominaux progresseraient modérément au premier semestre 2014, avec une augmentation légère en France et en Espagne, plus franche en Allemagne. En outre, la consolidation budgétaire s'atténuerait fortement. Le pouvoir d'achat, qui aurait légèrement diminué fin 2013, progresserait ainsi faiblement à l'horizon de la prévision (en glissement annuel, +0,5 % au deuxième trimestre 2014 contre -0,9 % au deuxième trimestre 2013).

Et surtout, avec l'amélioration des perspectives d'activité et d'emploi, les ménages continueraient à réduire leur épargne de précaution (cf. graphique 2). La consommation augmenterait donc (+0,2 % au premier trimestre 2014 et +0,4 % au deuxième trimestre, avec un profil marqué en France) et le taux d'épargne baisserait (de 12,4 % au quatrième trimestre 2013 à 12,1 % au deuxième trimestre 2014).

### Reprise de l'investissement freinée par la construction

L'accélération progressive de l'activité, telle qu'elle est anticipée aujourd'hui par les entrepreneurs au vu de leurs réponses aux enquêtes de conjoncture, et le besoin de renouveler les capacités de

production après une phase marquée d'ajustement soutiendraient l'accélération de l'investissement en équipement.

L'investissement dans la construction, pour sa part, serait quasi stable au premier trimestre 2014, notamment sous l'effet de la douceur de l'hiver sensible en Allemagne, et dans un contexte où la confiance dans ce secteur ne se dégrade plus, même si elle reste à un niveau très faible. Il baisserait ensuite à nouveau légèrement au deuxième trimestre par contrecoup.

### Les échanges extérieurs ne contribueraient plus à la croissance

Les exportations progresseraient au premier semestre 2014 à un rythme un peu supérieur à celui du commerce mondial, sous l'hypothèse d'une poursuite des gains de parts de marché enregistrés depuis trois ans.

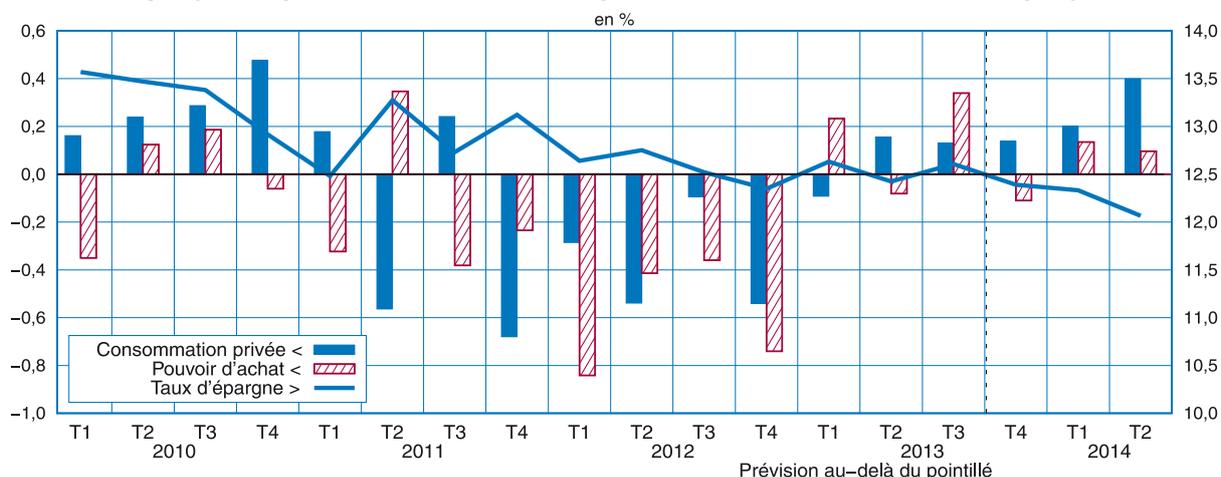
En ligne avec la reprise de la demande intérieure et le dynamisme des exportations, les importations augmenteraient également au même rythme. Au total, la contribution des échanges à la croissance serait nulle.

### L'inflation ne baisserait plus

En février 2014, l'inflation d'ensemble s'établit à +0,7 % en glissement annuel. Elle progresserait légèrement à +0,8 % en juin 2014, soutenue par les prix de l'énergie. Sous l'hypothèse d'un baril de Brent stable en prévision à 108 \$ (78,3 €) et sous l'effet des sorties de glissement de la baisse observée au printemps 2013, le glissement annuel des prix des produits énergétiques augmenterait en effet à +0,6 % en juin 2014, après -2,3 % en février.

Par ailleurs, en l'absence de pressions inflationnistes limitées par un taux de chômage élevé dans la plupart des pays de la zone euro, l'inflation sous-jacente resterait limitée, à +0,9 %.

## 2 - L'épargne de précaution se réduirait et permettrait à la consommation de progresser



Sources : Eurostat, calculs et prévisions Insee