

Développements Internationaux



Pétrole et matières premières

Le cours de l'or noir a baissé à nouveau

Au quatrième trimestre 2015, le cours du Brent a fluctué autour de 45 \$ par baril en moyenne. L'offre a été globalement stable, la hausse de la production de l'Opep compensant la baisse tangible de l'offre non conventionnelle américaine. L'offre est ainsi restée supérieure à la demande, laquelle a diminué notamment dans les pays de l'OCDE. En décembre et janvier, le cours a chuté à nouveau. Il s'est redressé légèrement depuis et fluctue autour de 40 \$ le baril début mars.

L'écart entre l'offre et la demande devrait se resserrer au premier semestre 2016 : la production américaine marquerait le pas tandis que la demande totale de brut rebondirait malgré un ralentissement de la demande chinoise.

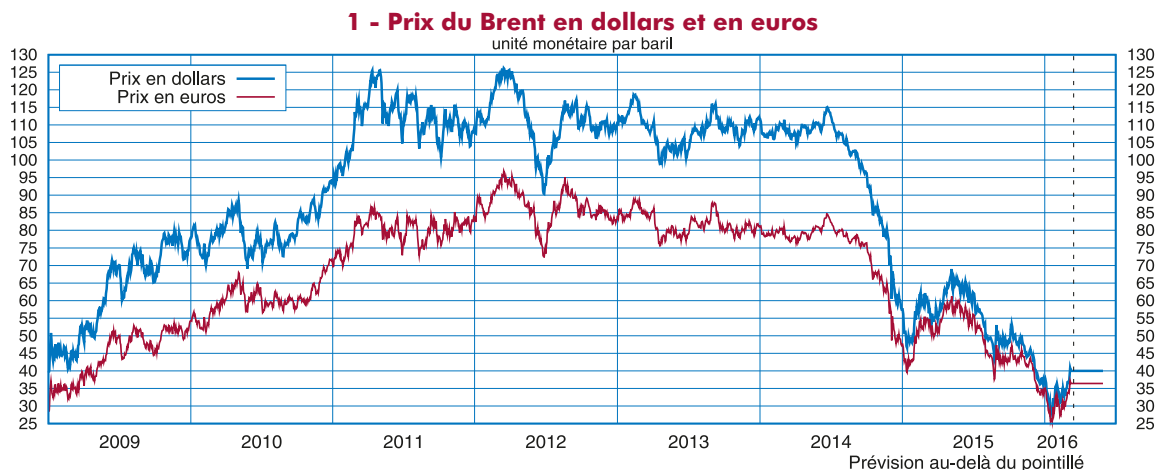
À l'horizon de juin 2016, l'hypothèse conventionnelle d'un cours du pétrole oscillant autour de 40 \$ le baril est soumise à trois aléas. D'abord, l'ampleur de la reprise de la production de l'Iran avec la fin de l'embargo pourrait surprendre, repoussant dans le temps le rééquilibrage du marché physique. À l'inverse, la production américaine pourrait baisser plus que prévu. La demande, elle, pourrait à nouveau surprendre à la baisse, notamment en Chine. En revanche, même si la demande se redressait plus largement que prévu, l'ampleur des stocks existants rend improbable une forte hausse des prix à court terme.

Les prix des matières premières en euros ont continué de baisser au quatrième trimestre 2015. Par rapport au trimestre précédent, le recul est tout particulièrement marqué pour les cours des matières premières industrielles, notamment les prix du fer.

Le cours du pétrole a baissé à nouveau fin 2015 et début 2016

Au quatrième trimestre 2015, le cours du pétrole (Brent) s'est établi à 45 \$ en moyenne. Il n'était pas tombé à un niveau aussi bas depuis début 2009. Un nouveau décrochage s'est amorcé en décembre 2015 puis en janvier 2016. Depuis, il s'est légèrement redressé et il fluctue autour de 40 \$ le baril début mars (*graphique 1*). Cette baisse s'explique par le déséquilibre persistant du marché physique, l'offre demeurant plus importante que la demande. Ce déséquilibre alimente les stocks qui ont encore progressé de 600 000 barils au cours du second semestre 2015.

Au quatrième trimestre 2015, l'offre a pourtant ralenti, passant de +0,4 à +0,1 million de barils par jours (Mbpj), en données corrigées des variations saisonnières. En effet, la production des pays n'appartenant pas à l'Opep a baissé. Les États-Unis, en particulier, ont réduit leur offre (-0,3 Mbpj) : la production des puits de pétrole de schiste a diminué (*graphique 2*) mais celle des puits au large du golfe du Mexique s'est également infléchi. En revanche, la production de l'Opep a continué d'augmenter (+0,4 Mbpj). Celle-ci reste très élevée (+1,2 Mbpj par rapport à 2014), même si elle a ralenti. En particulier, la production de l'Arabie Saoudite reste supérieure à 10 Mbpj.



Source : Macrobond

Développements internationaux

Au quatrième trimestre 2015, la demande mondiale s'est repliée, pour la première fois depuis 2011 (*graphique 3*). Les pays de l'OCDE, notamment, ont été moins demandeurs, en raison de températures clémentes dans l'hémisphère Nord à l'automne. Par ailleurs, le ralentissement de l'activité en Chine et la récession au Brésil et en Russie ont continué de freiner la demande des pays émergents.

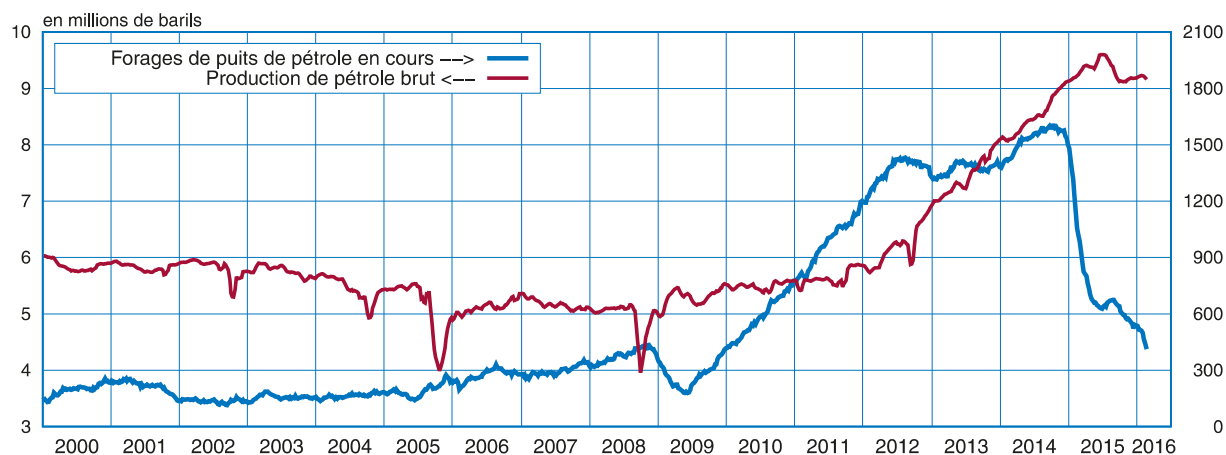
Au premier semestre 2016, le marché mondial du pétrole se resserrerait

Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), l'offre mondiale de pétrole baisserait légèrement au premier semestre 2016 (*graphique 4*). La hausse attendue de la production iranienne ne suffirait pas à compenser la moindre production américaine et européenne.

De son côté, la demande mondiale en pétrole rebondirait au premier trimestre 2016, par contrecoup du recul fin 2015 : elle augmenterait de 0,6 Mbpj au total, notamment aux États-Unis (+0,2 Mbpj), en Europe (+0,1 Mbpj) et en Chine (+0,2 Mbpj). Passé ce rebond, la demande ralentirait au deuxième trimestre (+0,3 Mbpj) notamment aux États-Unis et en Europe.

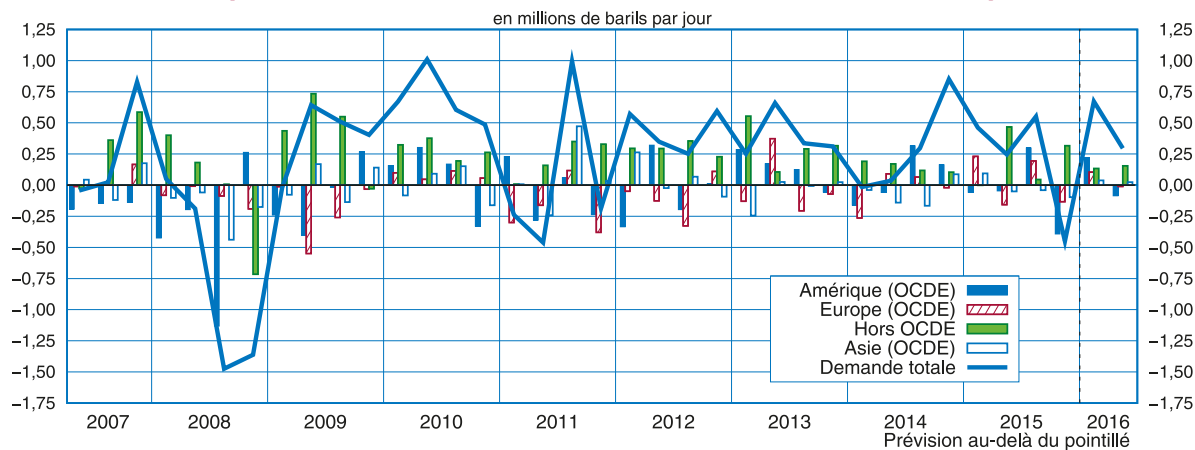
Ce resserrement du marché physique resterait cependant trop limité pour conduire à une remontée des cours. Dans cette Note, le prix du baril de Brent est conventionnellement supposé stable à 40 \$ en prévision, un niveau proche de son dernier cours connu. Les aléas sur ce prix sont multiples. La levée des sanctions sur l'Iran pourrait entraîner une hausse plus rapide que prévu de l'offre des pays de l'Opep, ce qui constituerait un aléa baissier sur le cours du pétrole. À l'inverse, la

2 - Production de pétrole et forages aux États-Unis



Sources : Agence internationale de l'énergie, BakerHughes

3 - Principaux contributeurs à la variation de la demande mondiale de pétrole



Source : Agence internationale de l'énergie

Développements internationaux

production américaine pourrait décrocher plus fortement que prévu. En effet, les seuils de rentabilité des puits dépassent 40 \$ le baril et l'effondrement des cours fragilise l'équilibre financier des producteurs de pétrole non conventionnel, ce qui représente un aléa haussier. De son côté, la demande mondiale pourrait ralentir plus qu'anticipé, notamment en Chine, ce qui constitue un deuxième aléa baissier ; en revanche, même si la demande était plus forte que prévu, le niveau des stocks est tel qu'une flambée des prix est peu probable à court terme.

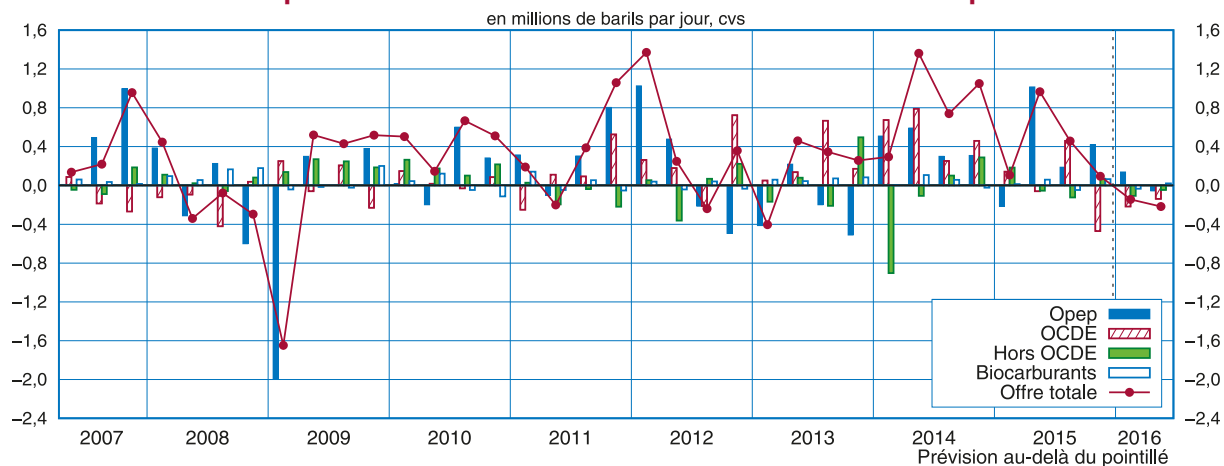
Les cours des matières premières ont continué de chuter

Au quatrième trimestre 2015, les prix des matières premières (en euros) ont tous reculé (*graphique 5*).

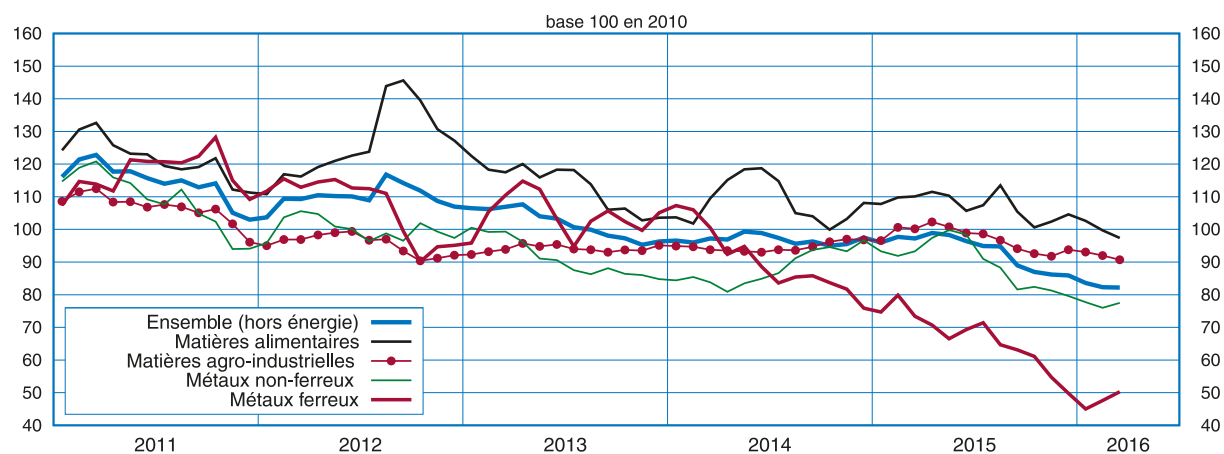
L'offre s'avère excédentaire sur ces marchés, en raison des investissements passés, face à une demande peu dynamique. Les stocks de céréales, de minerais de fer et de métaux industriels demeurant importants. Ainsi, au quatrième trimestre 2015, les prix des matières premières industrielles ont nettement diminué par rapport au trimestre précédent (-7,5 %) en particulier pour les métaux ferreux (-20,9 %). La baisse du cours des matières premières alimentaires est moins marquée (-3,1 %), y compris celle des céréales (-2,2 %), en dépit de conditions climatiques peu favorables.

Début 2016, ces tendances se poursuivent, sauf pour les métaux ferreux qui semblent avoir atteint un plancher. ■

4 - Principaux contributeurs à la variation de l'offre mondiale de pétrole



5 - Indice des prix des matières premières en euros



Marchés financiers

Zone de turbulences boursières

Au premier semestre 2016, la Réserve fédérale américaine (Fed) poursuivrait le relèvement de ses taux directeurs amorcé fin 2015. La divergence avec les autres principales banques centrales en serait accrue, notamment avec la Banque centrale européenne (BCE).

En effet, dans le même temps, la BCE amplifie notablement sa politique accommodante. Les assouplissements passés ont permis une progressive amélioration du marché du crédit en Europe. Les encours de crédit continuent d'augmenter. Les taux d'intérêt des crédits aux entreprises restent bas. De plus, ils ont convergé depuis un an. Toutefois, les taux souverains divergent un peu au sein de la zone euro depuis début 2016.

Les principales bourses sont entrées dans une zone de turbulences depuis décembre 2015, dans les économies avancées comme émergentes. En particulier, les indicateurs boursiers chinois ont perdu un quart de leur valeur courant janvier 2016. Ces corrections s'expliquent par les incertitudes sur le ralentissement des économies émergentes, en particulier de la Chine, mais aussi sur la solidité des banques, aux États-Unis comme en Europe.

Fin 2015 et début 2016, l'euro résiste face au dollar, oscillant autour de 1,10 dollar. En revanche, la livre sterling s'est nettement dépréciée, à la suite des craintes suscitées par un éventuel « Brexit ». Par convention, le taux de change de l'euro est figé en prévision à 1,10 dollar, 0,78 livre sterling et 125 yens.

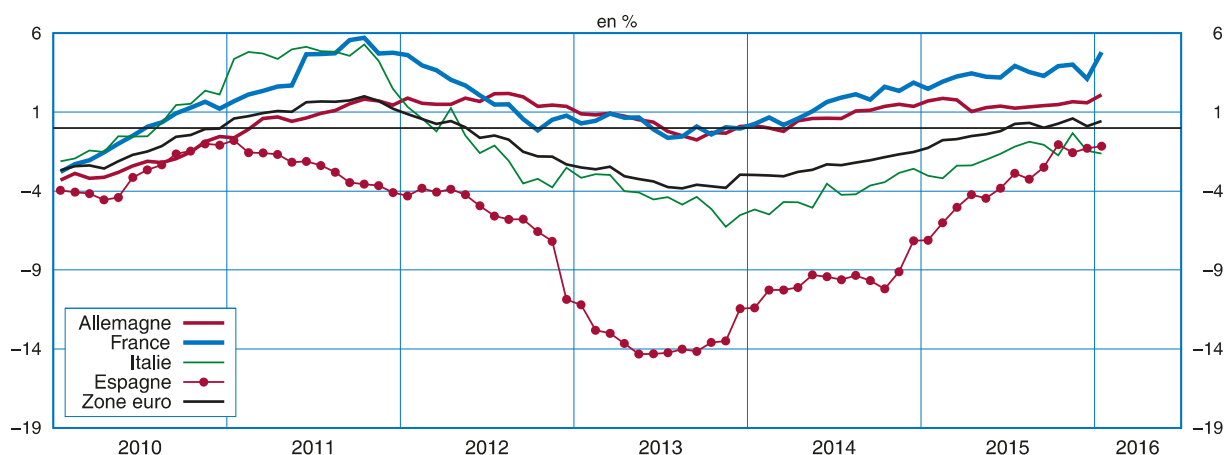
La Fed relève progressivement ses taux directeurs

En décembre 2015, la Réserve fédérale américaine (Fed) a amorcé un relèvement progressif de ses taux directeurs, qui se poursuivrait d'ici juin. Cette trajectoire s'appuie sur de bonnes perspectives d'inflation et sur un marché du travail restant bien orienté en dépit du ralentissement de l'activité. En effet, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie, a atteint 2,2 % sur un an en janvier 2016, dépassant légèrement la cible d'inflation de 2 %. Les anticipations d'inflation des ménages et des investisseurs restent globalement ancrées. L'économie américaine continue de créer des emplois et le taux de chômage se situe à 4,9 % en février 2016, soit le niveau que la Fed considère comme structurel.

La BCE amplifie encore sa politique d'assouplissement

En décembre 2015, tandis que la Fed relevait son principal taux directeur, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé le taux de dépôt des banques privées, de -0,2 % à -0,3 %. Alors que l'inflation reste très faible du fait de sa composante énergétique, et que l'inflation sous-jacente est en deçà de la cible de 2 %, la BCE a décidé en mars 2016 d'amplifier encore sa politique accommodante, avec une augmentation de 20 milliards d'euros du volume mensuel des achats de titres de dette publique et une nouvelle baisse du taux de dépôt à -0,4 %.

1 - Croissance annuelle de l'encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro



Source : Banque Centrale Européenne

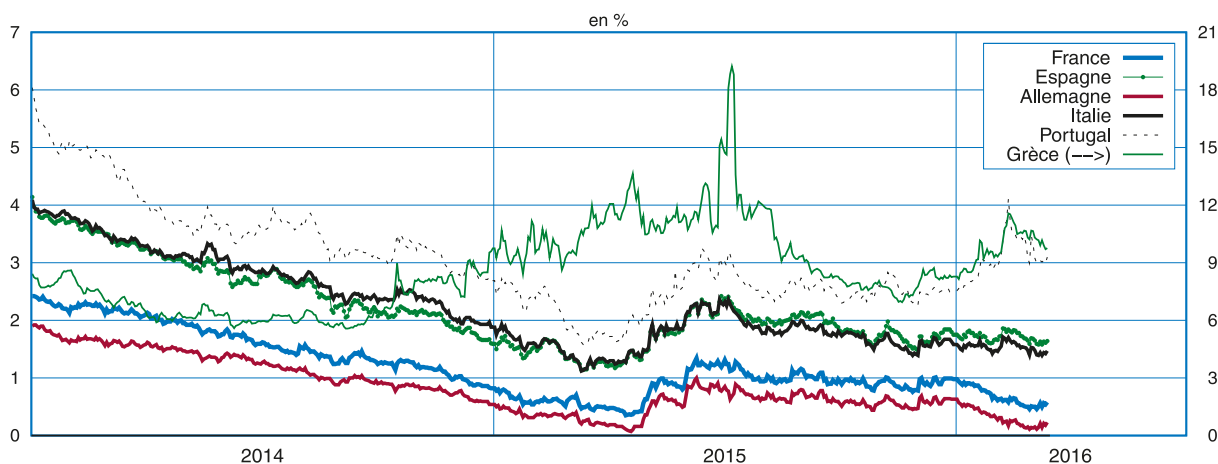
Le crédit continue d'augmenter dans la zone euro malgré l'essoufflement italien

L'encours des crédits accordés aux entreprises de la zone euro continue d'augmenter graduellement : en janvier 2016, il a crû de 0,5 % sur un an (*graphique 1*). Son essor est plus fort en France (près de 5 %) et en Allemagne (près de 2 %). En Espagne, les encours conservent leur dynamique et renoueraient avec la croissance au cours du premier semestre, pour la première fois depuis juillet 2007. En revanche, la tendance à l'amélioration du crédit s'essouffle en Italie. Par ailleurs, les taux d'intérêt facturés aux entreprises restent très bas et ont nettement convergé entre les pays de la zone depuis un an. Les dernières enquêtes de conjoncture européennes *Bank Lending Survey* confirment les perspectives favorables du marché du crédit avec une offre et une demande anticipées globalement en hausse.

Les taux souverains divergent un peu à nouveau

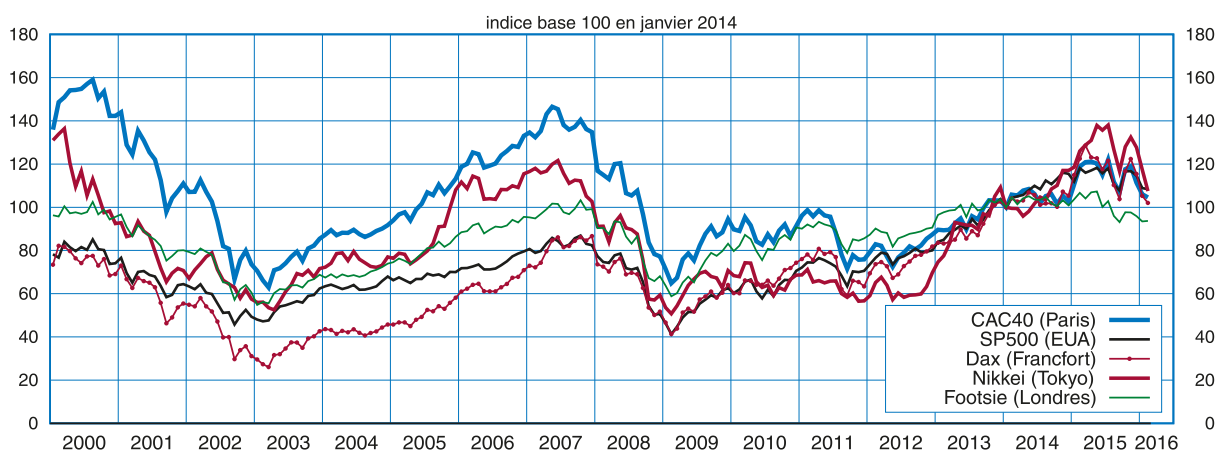
Au second semestre 2015, les taux souverains ont été globalement stables dans les économies avancées. Ainsi, le taux à 10 ans des États-Unis a oscillé autour de 2,25 %, le taux britannique autour de 1,75 %, le taux français autour de 1,0 % et le taux allemand autour de 0,5 %. De même, les taux souverains des pays européens périphériques n'ont quasiment pas varié. Cependant, depuis début 2016, une légère divergence s'esquisse à nouveau dans la zone euro : les taux français et allemand diminuent, tandis que les taux italiens et espagnols sont stables et que les taux portugais et grec augmentent (*graphique 2*). Le taux souverain français à 10 ans oscille ainsi entre 0,5 % et 0,6 % depuis mi-février 2016.

2 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Macrobond

3 - Indices boursiers des pays avancés



Source : Macrobond

Développements internationaux

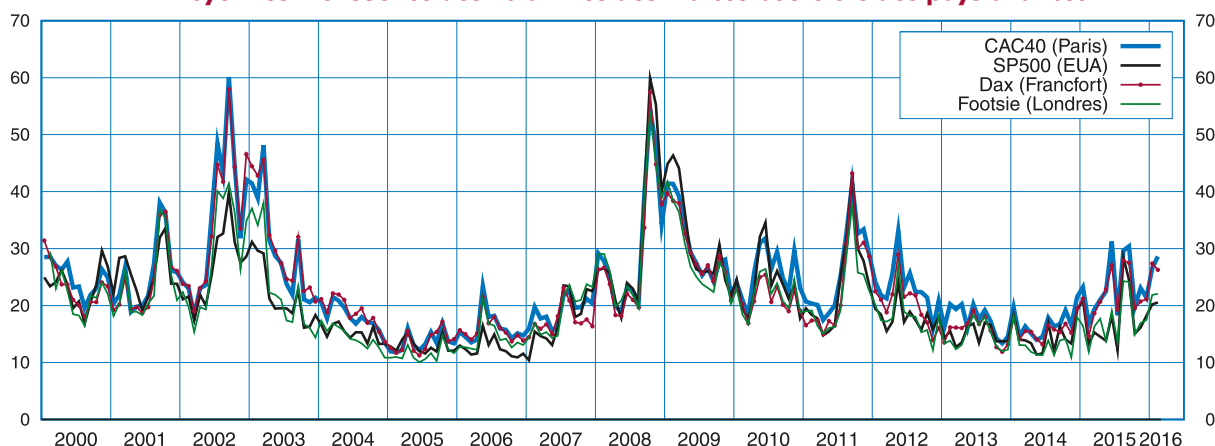
Les marchés des capitaux en zone de turbulences

Depuis décembre 2015, les principales bourses émergentes sont orientées à la baisse, en particulier en Chine où l'indice boursier a perdu près de 25 % de sa valeur courant janvier 2016. Les indices boursiers des pays avancés, qui avaient rebondi fin 2015, ont également rechuté en janvier 2016 (*graphique 3*). Ces turbulences s'expliquent par les incertitudes sur l'ampleur du ralentissement des économies émergentes, notamment chinoise, ainsi que sur la solidité du système bancaire, tant aux États-Unis où les banques sont exposées au secteur pétrolier, qu'en Europe, où les encours de créances douteuses restent élevés, notamment en Italie. La chute rapide des cours s'accompagne d'une plus grande volatilité. Toutefois, la volatilité actuelle est largement en deçà des niveaux atteints pendant les crises financières de fin 2008 ou de l'été 2011 (*graphique 4*).

L'euro résiste face au dollar et s'apprécie face à la livre

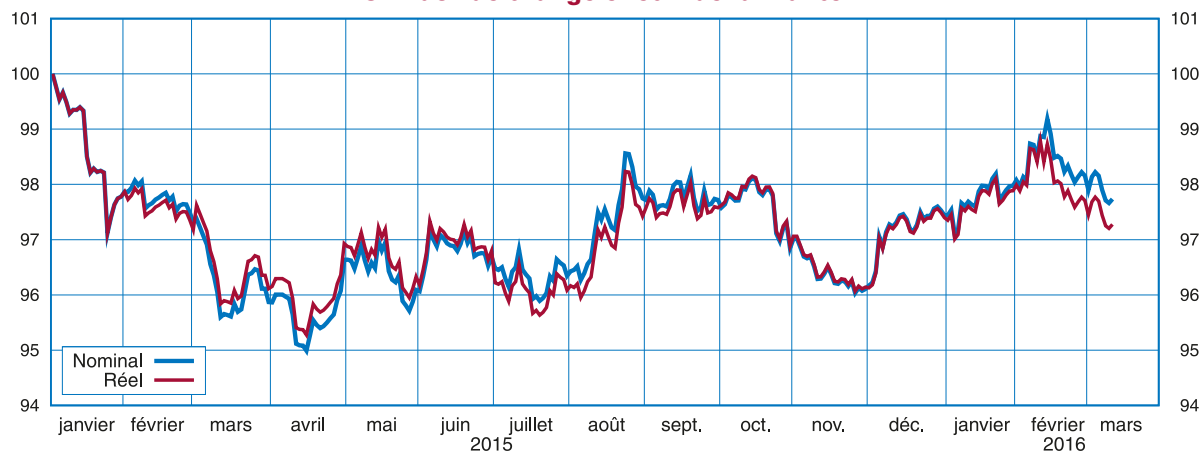
Au dernier trimestre 2015, l'euro s'est légèrement déprécié face au dollar par anticipation des annonces de la BCE et du relèvement des taux par la Fed. Depuis l'annonce de ces décisions début décembre, le taux de change euro/dollar est quasi stable autour de 1,10. Par rapport à la livre sterling, l'euro s'est en revanche nettement apprécié, passant d'un euro pour 0,70 livre fin décembre à plus de 0,78 livre fin février, sous l'effet des craintes d'un « Brexit ». Par convention, le taux de change de l'euro est figé à 1,10 dollar, 0,78 livre sterling et 125 yens en prévision. La dépréciation de l'euro face au dollar en novembre 2015 a abaissé le taux de change effectif réel (TCER) de la France au dernier trimestre (*graphique 5*). Au premier trimestre 2016, celui-ci rebondirait du fait de la dépréciation de la livre sterling et du rouble. ■

4 - Moyennes mensuelles des volatilités des indices boursiers des pays avancés



Source : Macrobond

5 - Taux de change effectif de la France



Source : Banque centrale européenne, calculs Insee

Zone Euro

Encore un peu plus de pouvoir d'achat

Au quatrième trimestre 2015, le produit intérieur brut de la zone euro a augmenté aussi modérément qu'au trimestre précédent (+0,3 %). La croissance est restée vive en Espagne (+0,8 %), modérée en Allemagne et en France (+0,3 %), mais elle s'est encore altérée en Italie (+0,1 %). En moyenne sur l'année, la croissance de la zone euro s'est élevée à +1,5 % en 2015, après +0,9 % en 2014.

Au premier semestre 2016, l'activité accélérerait légèrement (+0,4 % au premier trimestre), dans le sillage d'une consommation privée stimulée par un regain de pouvoir d'achat des ménages. L'investissement en équipement reprendrait progressivement de la vigueur. Mi-2016, l'acquis de croissance annuelle pour la zone euro serait de +1,2 %.

Au quatrième trimestre 2015, l'activité a progressé modérément

Après un léger ralentissement au troisième trimestre 2015, le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro a crû à la même allure au quatrième trimestre (+0,3 %). La morosité de la consommation en France, en Allemagne et en Italie a été compensée par l'accélération de l'investissement des deux côtés du Rhin, après un

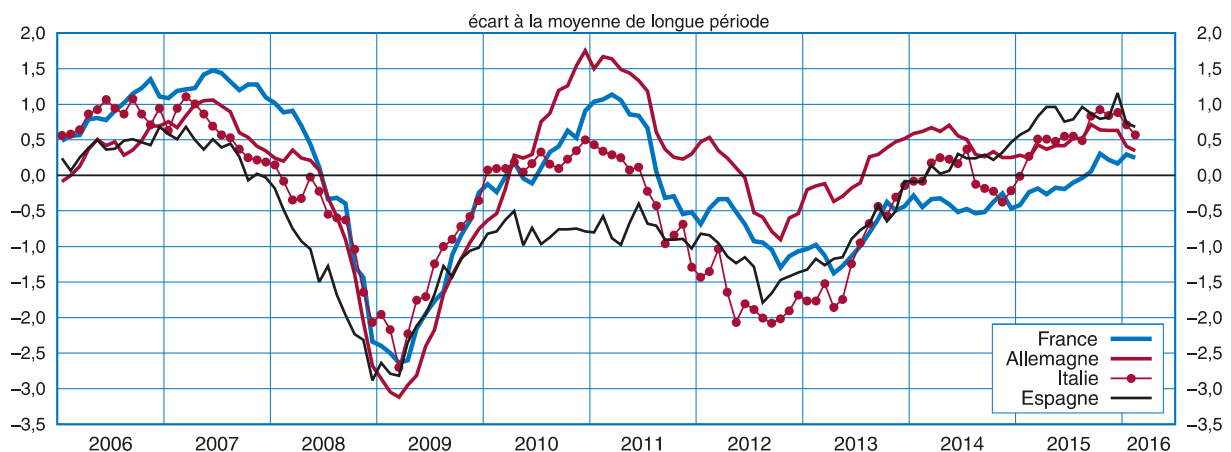
trou d'air à l'été. Cependant, l'activité en Espagne est restée dynamique (+0,8 %, comme au troisième trimestre).

Au premier semestre 2016, l'activité retrouverait un peu de tonus

Le climat des affaires dans la zone euro reste favorable, même s'il a légèrement fléchi en janvier et février 2016 (*graphique 1*). Au premier trimestre 2016, l'activité accélérerait légèrement, retrouvant sa croissance moyenne depuis fin 2014 (+0,4 %). Elle serait principalement portée par la consommation privée (+0,6 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième trimestre). En effet, le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait de la reprise confirmée de l'emploi, du progressif redressement des salaires ainsi que de la récente baisse des prix du pétrole (*graphique 2*).

Dans ce contexte de reprise progressive, l'investissement des entreprises contribuerait également à la vigueur de la demande intérieure (+0,8 % au premier trimestre puis +1,0 % au deuxième). Du fait notamment de températures élevées pour la saison en Allemagne fin 2015 qui ont favorisé l'avancement des chantiers, l'investissement en construction connaîtrait des à-coups. Néanmoins, sa reprise progressive se confirme : mi-2016 son acquis de croissance serait de +0,7 %, après +0,6 % en moyenne annuelle en 2015 et -0,5 % en 2014.

1 - Climat des affaires dans la zone euro



Source : Commission européenne

Développements internationaux

Le commerce extérieur pèserait de nouveau sur la croissance

Dans un contexte de reprise économique de la zone euro et d'essoufflement de l'activité des principaux partenaires commerciaux, les échanges extérieurs pèseraient sur la croissance du premier semestre 2016. L'effet positif de la dépréciation de l'euro sur les exportations commencerait à s'atténuer tandis que le dynamisme de la demande intérieure porterait de nouveau les importations.

Au sein de la zone euro, les écarts conjoncturels se réduiraient encore

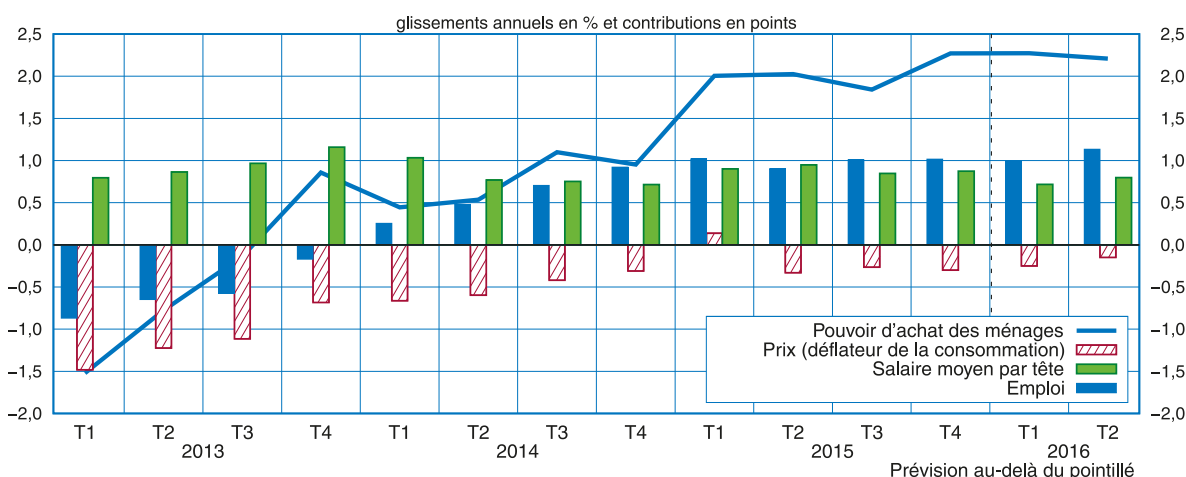
Alors que la dynamique de rattrapage s'essoufflerait à peine en Espagne (+0,8 % au premier trimestre 2016 puis +0,7 % au deuxième trimestre), les rythmes de croissance des principaux pays de la zone euro se rapprocheraient encore progressivement, signe

d'une diffusion plus équilibrée de la reprise. La croissance italienne (de +0,2 % à +0,3 % par trimestre) serait ainsi proche de l'expansion modérée attendue en France et en Allemagne (autour de +0,4 % par trimestre).

L'inflation d'ensemble resterait faible

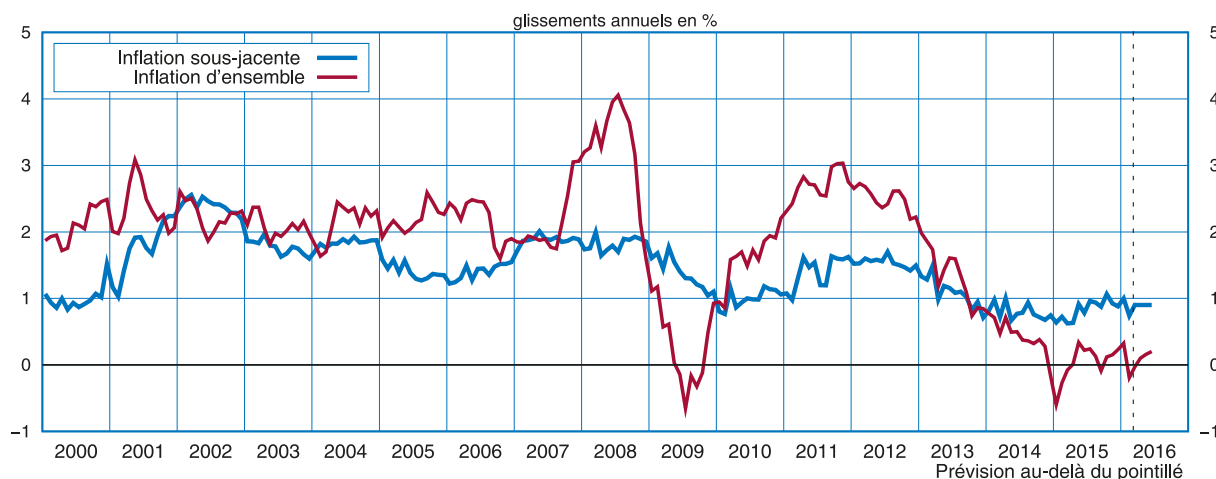
Depuis début 2015, l'inflation d'ensemble dans la zone euro reste très basse, fluctuant entre -0,2 % et +0,3 % (graphique 3). Cette faible inflation est surtout due à la chute des prix du pétrole. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est légèrement redressée depuis début 2015. Au premier semestre 2016, elle se stabiliserait autour de +0,9 %, contre +0,6 % un an plus tôt. Sous l'hypothèse conventionnelle d'un prix du baril de Brent stabilisé en prévision à 40 \$, l'inflation d'ensemble serait négative au premier trimestre avant de se redresser progressivement au deuxième trimestre (+0,1 % sur un an mi-2016). ■

2 - Pouvoir d'achat des ménages dans la zone euro et principales contributions



Sources : Eurostat, prévisions Insee

3 - Inflation dans la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee