

Développements Internationaux



Pétrole et matières premières

Le marché se rééquilibre

Au premier trimestre 2016, le cours du baril de Brent a oscillé autour de 35 \$ en moyenne, avec une forte baisse, jusqu'à 28 \$ courant janvier, suivie d'une remontée, qui s'est poursuivie jusqu'à 50 \$ début juin. L'offre a légèrement diminué, la hausse de la production iranienne n'ayant pas suffi à compenser la baisse de la production américaine. La demande a continué de progresser sur son rythme tendanciel. Au total, l'excédent s'est réduit sur le marché physique.

D'ici fin 2016, l'écart entre l'offre et la demande se resserrerait encore : la production américaine s'infléchirait davantage et la demande, essentiellement portée par les pays émergents, continuerait d'augmenter.

À l'horizon de décembre 2016, l'hypothèse conventionnelle retenue est celle d'un cours du pétrole stabilisé autour de son niveau de début juin (50 \$), notamment parce que l'effet haussier du resserrement du marché physique serait contenu par le niveau élevé des stocks. Cette prévision est entourée d'aléas. D'une part, la reprise de la production de l'Iran est estimée sur la base de sa production avant embargo et de sa dynamique récente, à +0,7 million de barils par jour (Mbpj) d'ici la fin de l'année, après une hausse de 0,3 Mbpj au premier trimestre. D'autre part, la baisse de la production des États-Unis, premier producteur mondial, se poursuivrait jusque fin 2016 mais resterait limitée, sous l'hypothèse d'un léger regain des forages. L'incertitude pèse sur ces productions iranienne et américaine : qu'elles se révèlent plus ou moins fortes et le cours du Brent s'infléchirait, à la baisse ou à la hausse.

Les prix des matières premières en euros ont

fléchi au premier trimestre 2016 (-2,2 %). Néanmoins, les métaux ferreux ont amorcé un vif redressement depuis mars, sous l'effet principalement de la reprise de la production d'acier en Chine.

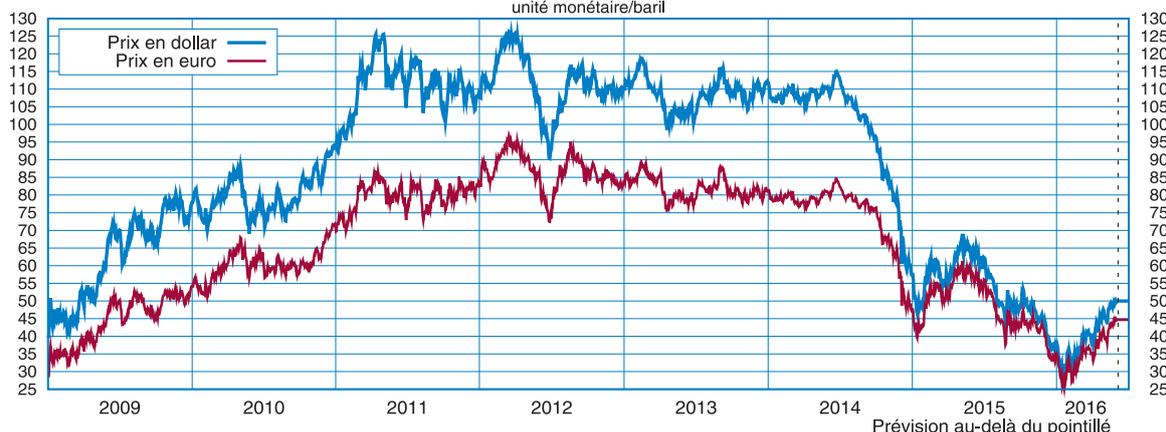
Au premier trimestre 2016, le cours du Brent s'est établi autour de 35 \$ le baril, soit un repli d'environ 10 \$ par rapport au quatrième trimestre 2015

Au premier trimestre 2016, le cours du pétrole (Brent) s'est établi à 35 \$ le baril en moyenne. Ce très bas niveau n'avait pas été observé depuis fin 2004. Après un fléchissement début 2016, jusqu'à 28 \$ courant janvier il est fortement remonté depuis mi-février, pour s'établir à 50 \$ début juin (*graphique 1*). Au deuxième trimestre 2016, le cours du pétrole rebondirait ainsi de 33 % par rapport au trimestre précédent, après une baisse de 21 % au premier trimestre. Cette remontée s'explique principalement par un rapprochement entre l'offre et la demande sur le marché physique : l'offre baisse et la demande s'élève, réduisant ainsi l'excédent.

L'offre reculerait jusqu'au troisième trimestre 2016

Après une forte hausse en 2015, l'offre de pétrole s'est repliée au premier trimestre 2016 (-0,4 Mbpj), pour la première fois depuis début 2013. Le recul provient notamment des pays hors Opep, en particulier des États-Unis (-0,3 Mbpj). En revanche, la production de l'Opep a faiblement augmenté (+0,1 Mbpj), la reprise de la production iranienne (+0,3 Mbpj) étant en partie compensée par la baisse des productions nigériane et émiratie.

1 - Prix du Brent en dollars et en euros
unité monétaire/baril



Sources : Macrobond, prévisions Insee

Développements internationaux

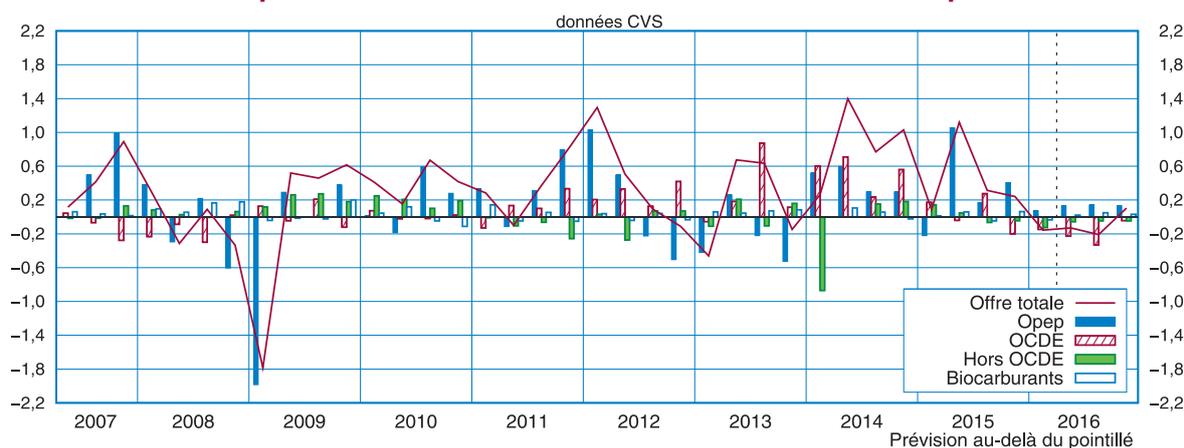
Bien qu'en ralentissement, le niveau de production du cartel reste très élevé (+1,3 Mbpj par rapport à 2014), la production saoudienne se situant encore au-dessus de 10 Mbpj.

Aux États-Unis, la baisse du prix a entraîné un effondrement du nombre de forages de nouveaux puits et, du fait de la faible durée de vie des puits de pétrole de schiste existants (environ deux ans), la production diminuerait de nouveau aux deuxième et troisième trimestres (*éclairage*). Par ailleurs, la production canadienne de l'Alberta pâtirait des conséquences de l'incendie à Fort McMurray. Ainsi, la production mondiale reculerait aux deuxième et au troisième trimestres avant de se stabiliser en fin d'année : les baisses de production américaine et européenne ne seraient qu'en partie compensées par l'accélération de la production en Iran (*graphique 2*).

La demande continuerait d'augmenter sur un rythme tendanciel de +0,3 Mbpj chaque trimestre

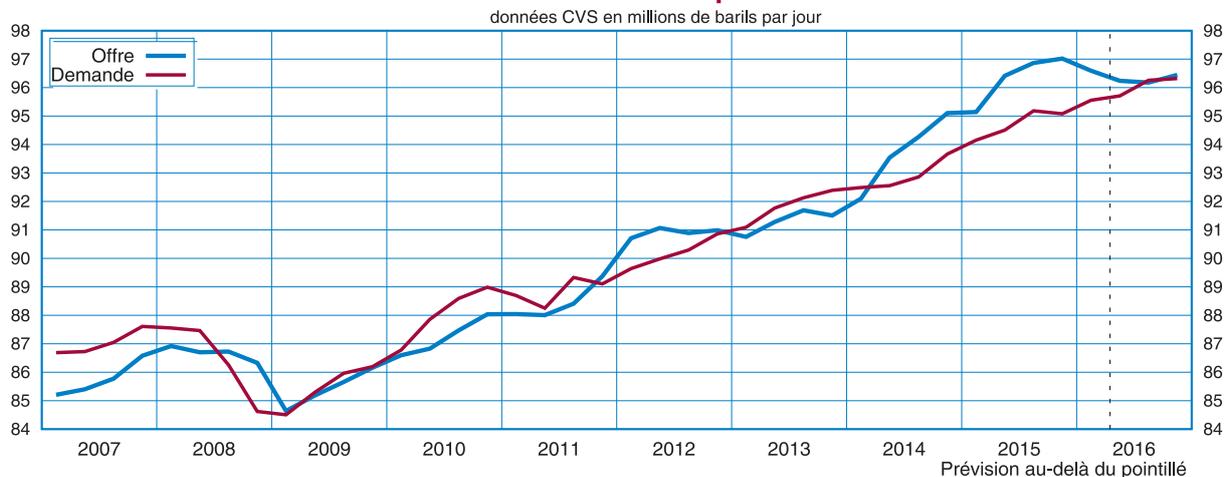
Au quatrième trimestre 2015, la demande mondiale s'est repliée pour la première fois depuis 2011, notamment celle des pays de l'OCDE, en raison de températures clémentes dans l'hémisphère Nord. La demande mondiale a rebondi par contre-coup au premier trimestre 2016, de 0,5 Mbpj. Passé ce rebond, elle ralentirait au deuxième trimestre (+0,1 Mbpj) notamment en Europe. Au second semestre, elle accélérerait légèrement, principalement de la part des économies émergentes. En 2016, la demande augmenterait ainsi de 1,2 Mbpj, une hausse similaire à celles de 2014 et 2015 (entre +1,3 et +1,4 Mbpj). Du fait de la baisse attendue de l'offre, l'excédent se réduirait fortement (*graphique 3*).

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



Sources : Agence internationale de l'énergie, correction des variations saisonnières et prévisions Insee

3 - Marché mondial du pétrole



Sources : Agence internationale de l'énergie, correction des variations saisonnières et prévisions Insee

Malgré le resserrement du marché physique, le niveau élevé des stocks contiendrait la hausse du prix

Le resserrement du marché physique pourrait engendrer une hausse du prix du baril ; cependant le niveau élevé des stocks contiendrait cette tendance haussière. En effet, les stocks, notamment américains, ont très fortement augmenté depuis deux ans : en mai 2016, ils représentent 2,1 milliards de barils contre 1,7 milliard en moyenne de 2000 à 2013 (graphique 4).

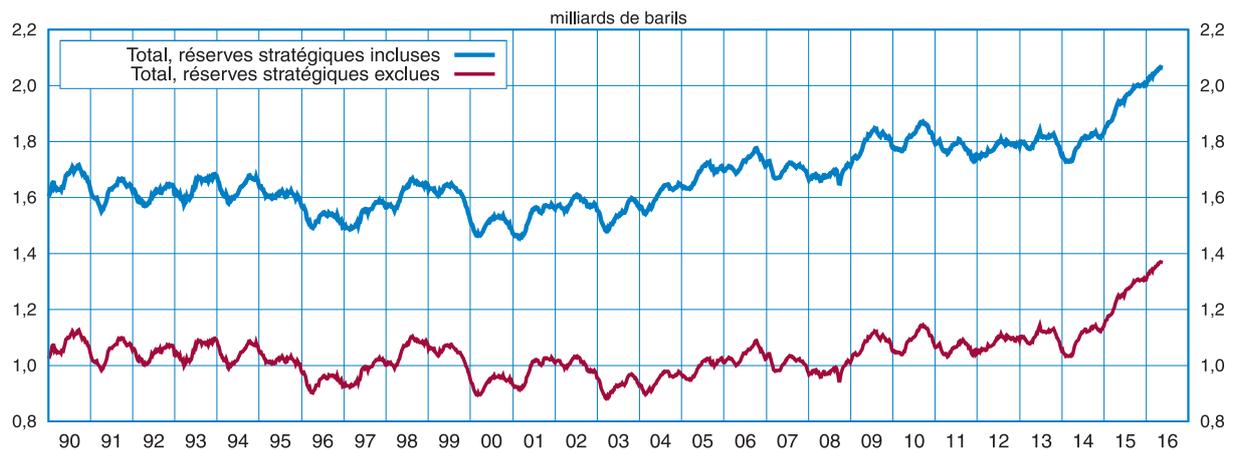
Deux aléas principaux pèsent sur ce scénario, du côté de l'offre. D'une part, la production de l'Iran s'est d'ores et déjà nettement redressée et la production supplémentaire attendue d'ici la fin de l'année (+0,7 Mbpj) pourrait être limitée par les infrastructures actuelles ou, au contraire, de nouveau surprendre à la hausse. D'autre part, la

production américaine reculerait fin 2016 de 1,0 Mbpj sur un an, mais ce recul pourrait être plus ou moins accentué selon le comportement des entreprises en matière de forage.

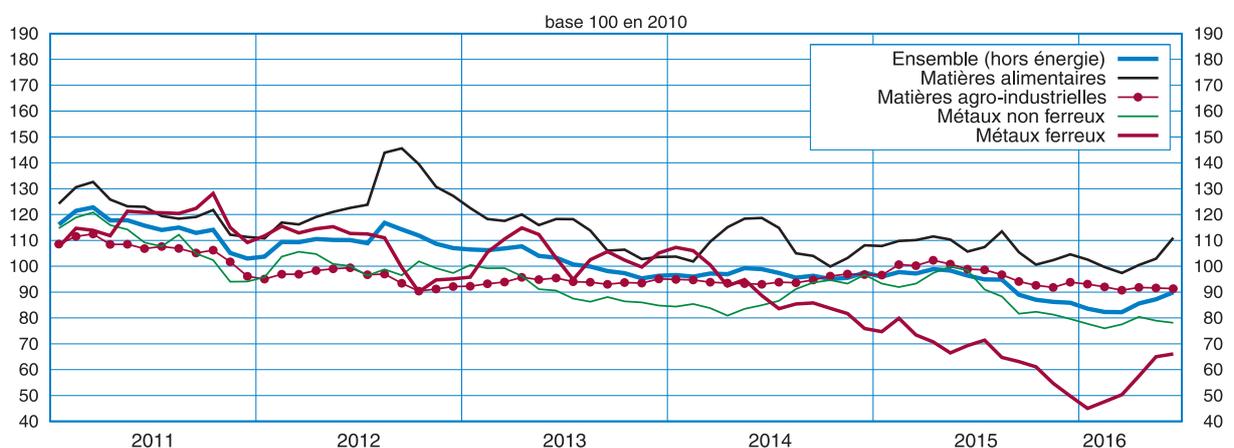
Le cours des autres matières premières a de nouveau baissé au premier trimestre mais celui du fer est reparti à la hausse

Au premier trimestre 2016, le cours des matières premières (hors énergie) exprimé en euros a de nouveau baissé (-2,2 %, graphique 5). Les prix des matières premières alimentaires ont décroché (-3,9 %) sous l'effet de productions abondantes et d'une demande qui a ralenti. La baisse des cours des matières premières industrielles est moins importante (-0,8 %), du fait d'une nette reprise des cours des métaux ferreux (+3,9 % au premier trimestre 2016) ; cette dernière résulte d'une reprise de la production d'acier en Chine. ■

4 - Stocks américains de pétrole brut et d'hydrocarbures



5 - Indice des prix des matières premières en euros



La production pétrolière américaine se replierait encore fortement d'ici fin 2016

Après cinq années de forte croissance, la production américaine baisse depuis mi-2015

Entre 2010 et mi-2015, dans un contexte de prix du pétrole élevé, la production de pétrole aux États-Unis est passée de 7,4 à 13,0 millions de barils par jour (Mbpj)¹ (graphique 1). Cette forte hausse résulte de l'utilisation intensive des nouvelles techniques d'exploitation des hydrocarbures non conventionnels (pétrole et gaz de schiste notamment) : le nombre de forages de puits² a ainsi été multiplié par sept entre 2009 et 2012, 83 % de la hausse provenant de ces nouveaux modes de production.

La chute des cours du pétrole amorcée mi-2014 a entraîné celle du nombre de forages (-76 % entre octobre 2014 et mars 2016). Depuis mi-2015, les nouvelles capacités de production résultant des nouveaux forages ne sont plus suffisantes pour compenser l'arrêt progressif des installations passées. Ainsi, la production pétrolière américaine a commencé à reculer depuis lors et ce recul s'est accentué au premier trimestre 2016 : -0,2 million de barils par jour en moyenne.

Néanmoins, au regard de l'effondrement du nombre de forages, la baisse de la production paraît à ce stade limitée. En effet, l'impact de la réduction des forages n'est pas immédiat : la baisse du nombre de forages entraîne la baisse de la production des trimestres futurs. De plus, les industriels ont maintenu en activité les puits les plus productifs, au détriment des forages d'exploitation en zones peu productives et des forages d'exploration. Ainsi, par effet de composition, la

productivité pétrolière moyenne des nouvelles installations a fortement augmenté, ce qui a limité la baisse de la production.

La production américaine peut être reconstituée à partir du nombre de forages passés

Afin d'estimer la production future de pétrole aux États-Unis, la production des principales zones géographiques productrices³ du pays est modélisée de façon indépendante. Pour chaque zone, deux délais distincts sont appliqués au nombre de forages. Le premier correspond à la durée de développement (laps de temps entre le début du forage et la mise en production du puits) et le second correspond à la durée d'exploitation du puits⁴. Les données de productivité moyenne des nouveaux puits sont également disponibles. Sous l'hypothèse que la productivité d'un puits donné est constante tout au long de son exploitation, la variation de production un mois donné peut donc s'estimer par solde entre la production des entrants (produit du nombre de forages après développement et de leur productivité) et la production des sortants (produit du nombre de forages après développement et exploitation des puits et de leur productivité). Pour une zone, la variation de production est donc estimée par la relation suivante :

$$\Delta \text{Prod}_t = \beta(\text{Forage}_{t-D1} * \text{Productivité}_{t-D1} - \text{Forage}_{t-(D1+D2)} * \text{Productivité}_{t-(D1+D2)})$$

1. Ce montant inclut le pétrole brut, les condensats et les gaz naturels liquéfiés.

2. Un forage désigne ici un nouveau puits ; cette statistique agrège les forages pour mettre des puits en exploitation et les forages d'exploration qui sont des opérations d'investissement pour une production ultérieure.

3. On distingue les bassins de Permian (Texas), de Bakken (Dakota du Nord), d'Eagle Ford (Texas), qui sont les principales zones productrices de pétrole non conventionnel ayant connu un essor important depuis 2010, ainsi que le Golfe du Mexique, du reste des États-Unis (constitué pour une très large majorité des bassins conventionnels terrestres). Les quatre premières zones représentent la moitié de la production pétrolière des États-Unis fin 2015 et les deux tiers de ses variations entre 2007 et 2015.

4. Le profil de production d'une installation pétrolière comprend en fait plusieurs phases. Par souci de simplicité, la modélisation se concentre sur la première phase durant laquelle la majeure partie de la production est effectuée. Elle exclut la longue phase de production résiduelle. La durée de vie réelle d'un puits est donc supérieure à la durée d'exploitation telle que retenue ici.

1 - Production de pétrole et nombre de forages pétroliers aux États-Unis



Sources : US Energy Information Administration, Baker Hughes et calculs Insee

Le coefficient d'ajustement (β) et les délais (D1 et D2) sont déterminés pour chaque zone géographique de manière à minimiser l'écart à la production constatée dans la zone. L'estimation de la production totale américaine est ensuite calculée par agrégation⁵. Le nombre de forages considéré, aussi bien pour l'ensemble des États-Unis que pour chaque zone considérée, est celui calculé par l'entreprise parapétrolière américaine Baker Hughes. Les données de production de pétrole et de productivité, au niveau national et local, sont quant à elles fournies par l'US Energy Information Administration.

Cette modélisation permet de dépeindre l'expansion de la production de pétrole non conventionnel, dont les durées de développement et d'exploitation sont bien plus courtes que pour le pétrole conventionnel (estimées entre 18 et 28 mois, *tableau 1*). Par exemple, la modélisation retenue pour la production pétrolière sur le bassin de Bakken dans le Dakota du Nord⁶ rend compte de la phase de forte croissance du nombre de forages entre mi-2009 et mi-2015 et d'un recul depuis lors (*graphique 2*). Dans le même temps, la productivité des nouveaux puits a fortement augmenté jusque fin 2014 et a nettement accéléré courant 2015, les industriels sélectionnant les « meilleurs » puits devant être mis en exploitation.

La production reculerait d'un million de barils par jour entre fin 2015 et fin 2016

Avec la méthodologie retenue, en supposant que le nombre de forages et la productivité des nouvelles installations restent figés à leur niveau d'avril 2016, la baisse de la production se poursuivrait au deuxième trimestre (-0,2 Mbpj) et s'accroîtrait au second semestre (entre -0,3 et -0,4 Mbpj par trimestre). La production passerait ainsi de 12,7 Mbpj fin 2015 à 11,6 Mbpj fin 2016, soit une baisse de 1,1 Mbpj en un

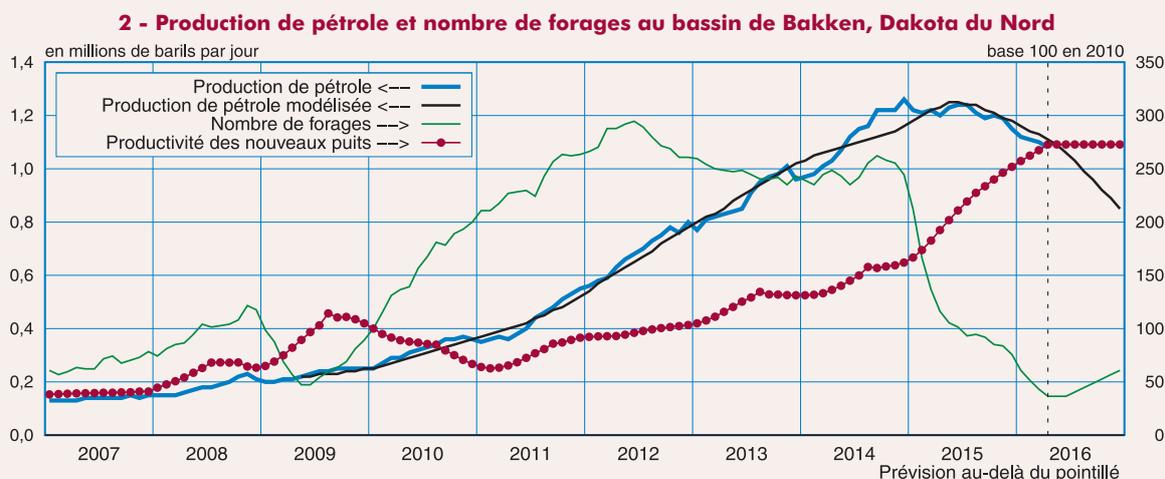
an. Cette baisse résulterait surtout de la chronique passée du nombre de forages ; en revanche, l'hypothèse de stabilité de la productivité des nouvelles installations influence peu les prévisions de production d'ici la fin de l'année, dans la mesure où elle ne concerne que les derniers puits forés.

Toutefois, le récent rebond du prix du baril de pétrole, passé d'un peu moins de 30 dollars en début d'année à 50 dollars début juin, conduirait le secteur minier à rehausser le nombre de forages au second semestre. En effet, de nombreux chantiers de forage ont été brutalement interrompus avec les chutes passées du cours et pourraient être rapidement achevés. En supposant un retour du nombre de forages d'ici décembre à son niveau de début d'année, la baisse de la production serait de 1,0 Mbpj (*tableau 2*).

Dans son scénario, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une baisse de la production américaine moins marquée : la production baisserait aux deuxième et troisième trimestres de 0,2 Mbpj, puis se stabiliserait au quatrième trimestre. Sur un an, la baisse serait de 0,6 Mbpj fin 2016, à 12,4 Mbpj. En revanche, le scénario de l'US Energy Information Administration est plus proche de celui retenu ici : la production baisserait davantage au troisième trimestre (-0,5 Mbpj) avant de se stabiliser au quatrième trimestre. La baisse sur un an atteindrait 1,0 Mbpj. ■

5. Cette méthode d'estimation ne se prête pas à la production de pétrole conventionnel terrestre, où les durées sont bien plus longues, ce qui entraîne un lien ténu avec le nombre de forages. De plus, la production conventionnelle terrestre américaine ne contribue que de manière limitée à la dynamique de la production nationale entre 2007 et 2015. Ainsi, en prévision, la production du reste des États-Unis est supposée constante à son niveau du premier trimestre 2016.

6. La production de pétrole dans le bassin de Bakken est essentiellement non conventionnelle.



Sources : US Energy Information Administration, Baker Hughes et calculs Insee

Développements internationaux

Tableau 1 - Estimation de la production de pétrole américaine

	Permian (Texas)	Golfe du Mexique	Eagle Ford (Texas)	Bakken (Dakota du Nord)	Reste des États-Unis	Total
Durée de développement estimée	4 mois	7 mois	2 mois	4 mois		
Durée d'exploitation estimée	28 mois	28 mois	18 mois	24 mois		
Nombre de forages (pétroliers et gaziers) en avril 2016	139	27	42	27	199	434
Productivité moyenne d'un puits ouvert en avril 2016 en bpi	469	553*	949	799		
Production réalisée 2015 T4 (en Mbpj)	2,0	1,6	1,5	1,2	6,4	12,7
Production réalisée 2016 T1 (en Mbpj)	2,0	1,6	1,4	1,1	6,4	12,5
Production modélisée 2016 T4 (en Mbpj)	2,0	1,5	0,9	0,9	6,4	11,7

* estimation

Sources : US Energy Information Administration, Baker Hughes et calculs Insee

2 - Comparaison des différents scénarios de prévision

en millions de barils par jour

	2015 T4	2016 T1	2016 T2	2016 T3	2016 T4	2016 T4 / 2015 T4
Prévisions de l'Agence internationale de l'énergie	13,0	12,7	12,5	12,3	12,4	-0,6
Prévisions de l'US Energy Information Administration	12,7	12,5	12,2	11,7	11,7	-1,0
Prévisions Insee	12,7	12,5	12,3	11,9	11,7	-1,0

Sources : AIE, US Energy Information Administration et Insee

Marchés financiers

Les taux baissent encore, le crédit repart dans la zone euro

Après avoir relevé ses taux directeurs fin 2015, pour la première fois depuis 2006, la Fed semble hésiter sur le rythme de normalisation de sa politique monétaire. Elle relèverait toutefois à nouveau ses taux d'ici fin 2016, confirmant la divergence de sa politique monétaire avec celle des autres grandes banques centrales. Dans le même temps, la Banque centrale européenne (BCE) amplifie encore sa politique accommodante, comme annoncé en mars 2016 : elle a abaissé ses taux directeurs et a accru la taille et le périmètre de son programme d'achat de titres.

La reprise du marché européen du crédit se confirme, tirée par la France et l'Allemagne où les encours progressent nettement par rapport à l'an dernier.

Les principaux marchés financiers – d'obligations souveraines, de capitaux ou monétaires – sont bien orientés. Les principaux taux souverains ont à nouveau reculé au cours du premier trimestre et sont stables à un très bas niveau depuis mars. Après les turbulences du tout début d'année, les places boursières sont reparties à la hausse, les indicateurs de volatilité à la baisse.

Depuis le début de l'année, l'euro s'apprécie face aux autres devises à l'exception du yen. Le taux de change effectif réel de la France s'élèverait ainsi de 1,1 % au cours du premier semestre 2016 puis il se stabiliserait. Par convention, le taux de change de l'euro est fixé à 1,12 dollar, 0,8 livre sterling et 122 yens jusque fin 2016.

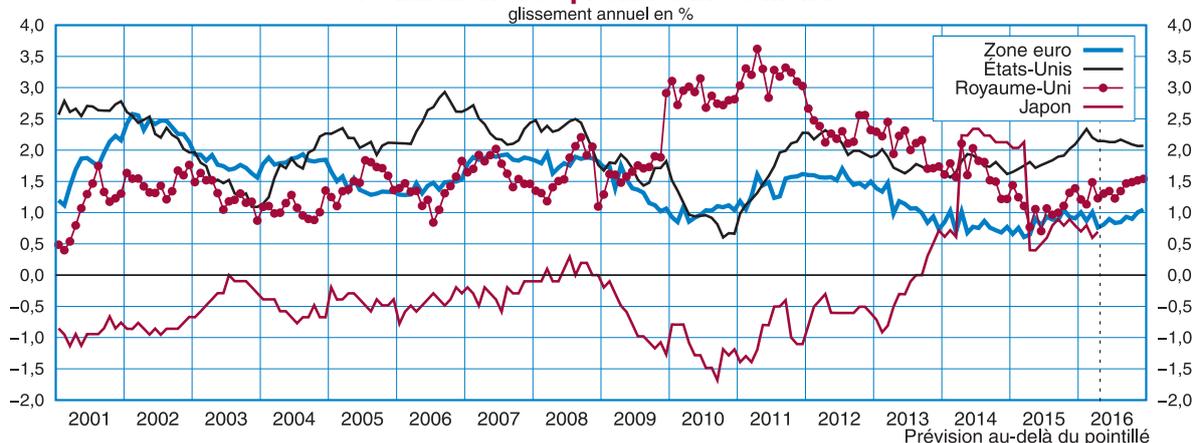
La Fed relèverait légèrement ses taux directeurs

Après avoir augmenté ses taux directeurs en décembre 2015 pour la première fois depuis près de dix ans, la Banque centrale américaine (Fed) a opté pour le *statu quo* au premier trimestre 2016. Pourtant, le taux de chômage se stabilise à un niveau bas (un peu en deça de 5 %), et l'inflation sous-jacente américaine est sur une tendance haussière, dépassant légèrement le seuil de 2 % depuis janvier 2016 (*graphique 1*). D'ici la fin de l'année, la Fed resserrerait prudemment sa politique monétaire, probablement par une à deux modestes hausses de son taux directeur, ce qui ne serait pas de nature à provoquer des sorties massives de capitaux des pays émergents.

La BCE amplifie sa politique monétaire accommodante

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé le 10 mars dernier d'amplifier sa politique accommodante. En effet, l'inflation dans la zone euro est quasi nulle et l'inflation sous-jacente peine à dépasser 1 %. Plusieurs canaux d'assouplissement sont utilisés. Premièrement, les taux directeurs ont été abaissés : le taux de facilité de dépôt a perdu 10 points de base pour atteindre -0,40 %. Ensuite, la BCE a augmenté la taille de son programme d'achat de titres sur le marché secondaire, de 60 milliards à 80 milliards d'euros par mois. De plus, le périmètre des titres éligibles au programme d'achat a été étendu aux obligations privées non bancaires de très bonne qualité. Cette augmentation en volume et en qualité vise à stimuler le marché obligataire privé pour favoriser le

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



Sources : Eurostat, BLS, JSB, ONS, prévisions Insee

Développements internationaux

financement des grands groupes industriels européens. Enfin, la BCE a décidé de mener une nouvelle série d'opérations de refinancement à long terme des banques, conditionnées à des prêts à l'économie réelle. Ce dernier levier d'assouplissement peut faciliter plus directement le financement des PME qui ont un accès limité au marché obligataire.

Les taux souverains européens se stabilisent à très bas niveau

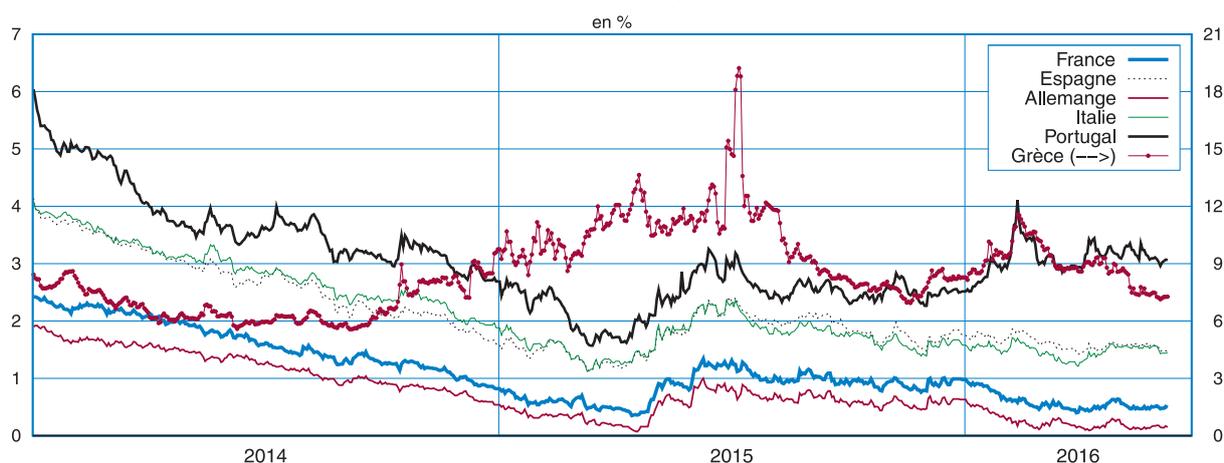
Sous l'effet des assouplissements monétaires, les taux souverains des pays européens jugés les plus solides (Allemagne, France) ont à nouveau reculé au premier trimestre 2016 et se stabilisent à un très bas niveau depuis mars : le taux français à 10 ans s'établit autour de 0,5 %, le taux allemand autour de 0,2 % (graphique 2). Dans ces deux pays, l'ensemble des titres de maturité inférieure ou égale à 5 ans présente des rendements négatifs. Les taux espagnol et italien à 10 ans sont stables autour de 1,5 %. En revanche, l'incertitude

politique au Portugal a conduit à rehausser les taux souverains (+50 points de base). Enfin, après avoir augmenté en début d'année, les taux souverains grecs se sont détendus en mai à la suite de l'accord trouvé entre le gouvernement et ses principaux créanciers.

Le crédit aux entreprises est reparti dans la zone euro, notamment en France et en Allemagne

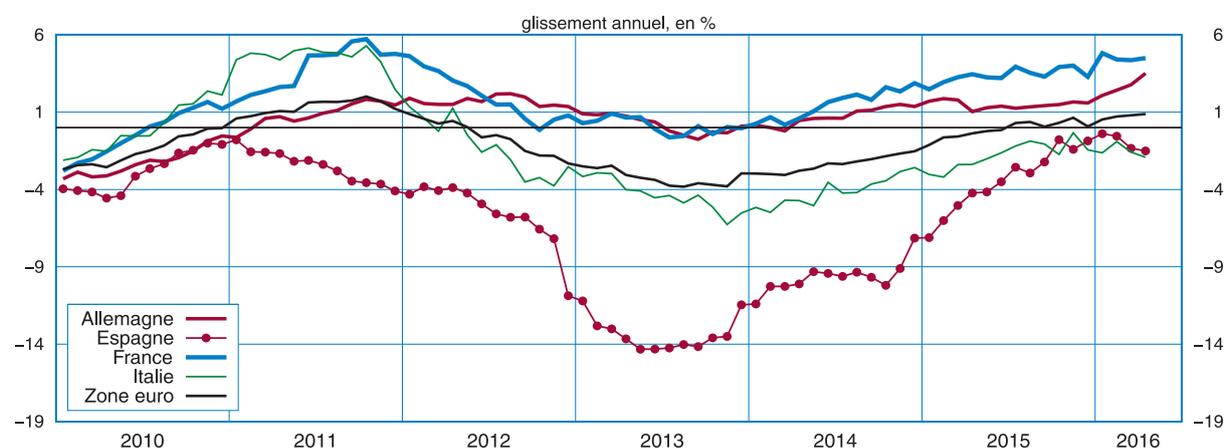
Dans la zone euro, les encours de crédits aux sociétés non financières ont renoué avec la croissance depuis mi-2015. Sur un an, les encours de crédit ont augmenté de 1 % en mars 2016 (graphique 3). Néanmoins, la divergence reste forte entre le dynamisme des encours en France (+4 % sur un an) et en Allemagne (+3 %) et leur recul – même s'il est moins marqué qu'il y a un an – en Italie et en Espagne (entre -2 % et -1 %). Les dernières enquêtes sur le crédit européen augurent d'un dynamisme généralisé. Les taux d'intérêt des crédits nouveaux sont stables, autour de 1,6 % en

2 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Macrobond

3 - Évolution des encours de crédit en zone euro



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

France, en Allemagne et en Italie et de 2,6 % en Espagne.

Le marché interbancaire reprend timidement

Par le passé, les baisses de taux directeurs de la BCE avaient réduit à la fois les taux interbancaires et le niveau des volumes échangés. Avec la baisse des taux de la BCE en mars 2016, les taux interbancaires ont effectivement diminué mais le léger mouvement de reprise des volumes entamé en début d'année s'est confirmé. Tout en restant bien en deçà des volumes échangés avant-crise, cette timide reprise témoigne de l'amélioration de la confiance entre établissements bancaires. En Italie, où la part des créances douteuses dans les bilans reste élevée, la mise en place d'un fonds de garantie, dénommé Atlante, semble ainsi avoir apaisé les tensions survenues au premier trimestre.

Les marchés de capitaux rebondissent après le trou d'air du début d'année

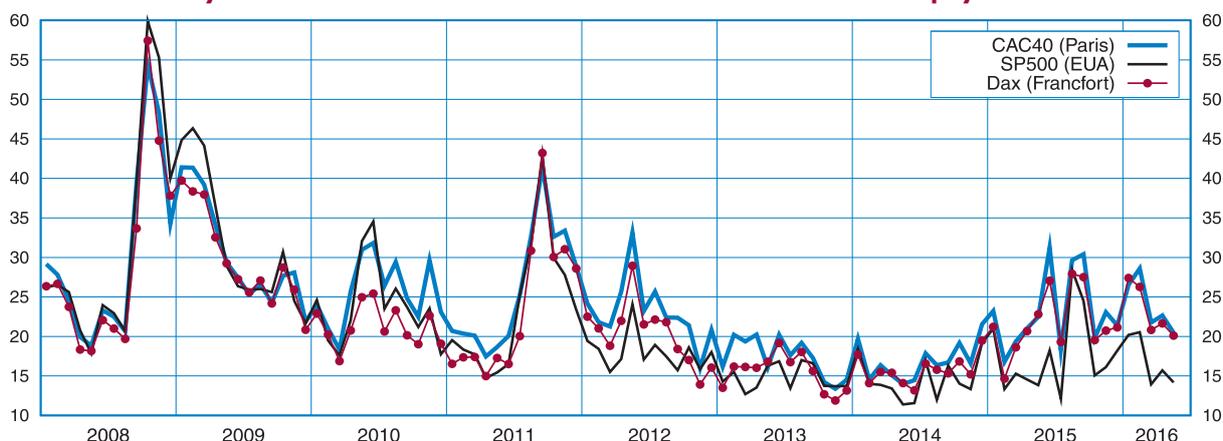
Les principales places boursières des économies avancées comme émergentes se sont nettement redressées après un repli généralisé en début

d'année. Cette reprise s'accompagne d'une baisse des indicateurs de volatilité (*graphique 4*), signe que la confiance des investisseurs revient progressivement.

L'euro s'est apprécié au premier trimestre sauf contre le yen

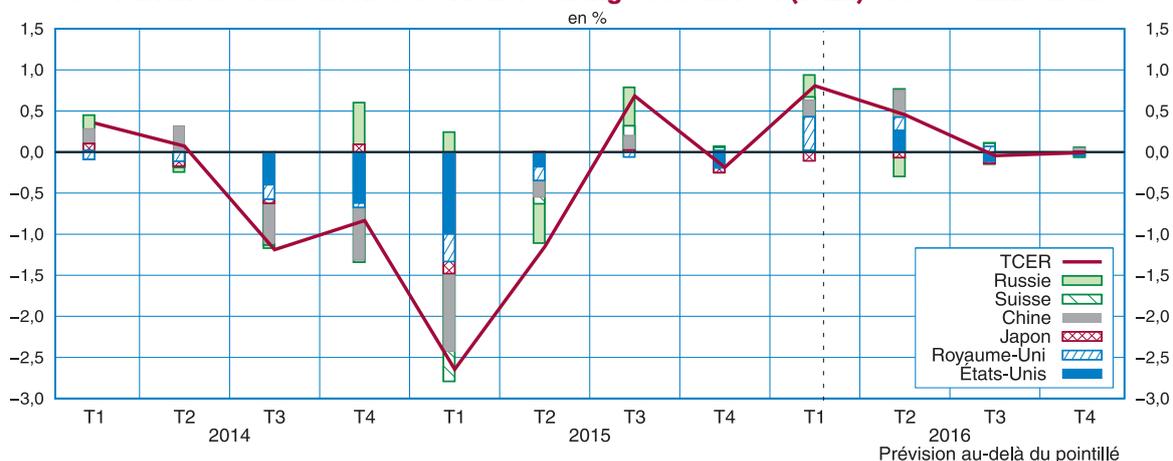
L'appréciation de l'euro face à la livre britannique, affectée par les incertitudes entourant le référendum, a fortement contribué à celle du taux de change effectif réel (TCER) de la France au premier trimestre 2016. L'euro s'est aussi apprécié vis-à-vis des autres monnaies, sauf face au yen. Par convention, le taux de change de l'euro est figé à son dernier niveau connu début juin (1,12 dollar, 0,8 livre sterling et 122 yens) jusqu'à l'horizon de prévision, fin 2016. Mais compte tenu des acquis de croissance, le TCER s'apprécierait encore au deuxième trimestre avant de se stabiliser au second semestre (*graphique 5*). ■

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



Source : Macrobond

5 - Variations trimestrielles du taux de change effectif réel (TCER) et ses contributions



Sources : Macrobond, calculs et prévisions Insee

Zone Euro

Les exportations freinent, l'investissement résidentiel accélère

Au premier trimestre 2016, le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro a accéléré (+0,6 % après +0,4 % au quatrième trimestre 2015). La croissance a été un peu plus forte que prévu en Allemagne (+0,7 %), en France (+0,6 %) et en Italie (+0,3 %). En Espagne, l'activité est restée dynamique (+0,8 %).

Au deuxième trimestre, l'activité ralentirait par contrecoup (+0,3 %) puis retrouverait au second semestre sa croissance moyenne depuis fin 2014 (+0,4 % par trimestre). Au total sur l'année, le PIB de la zone euro accélérerait légèrement (+1,7 % après +1,6 % en 2015). La consommation privée, stimulée par la hausse de l'emploi et malgré le regain attendu d'inflation, resterait son principal soutien. L'investissement en équipement augmenterait encore solidement, la demande européenne restant robuste et les conditions de financement s'assouplissant. De plus, l'investissement en construction prendrait de l'élan : le secteur s'avérerait dynamique en Allemagne et cesserait de reculer en Italie et en France. En revanche, le commerce extérieur pèserait nettement sur la croissance de la zone, pour la première fois depuis 2009.

L'activité ralentirait au deuxième trimestre après un début d'année dynamique

Au premier trimestre 2016, le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro a accéléré (+0,6 % après +0,4 % au quatrième trimestre 2015). L'activité a repris de l'élan en Allemagne (+0,7 % après

+0,3 %), tirée par la production industrielle, et en France (+0,6 % après +0,4 %). En Italie, elle a accéléré plus modérément (+0,3 % après +0,2 %), tandis que la croissance est restée soutenue en Espagne (+0,8 % après +0,8 %).

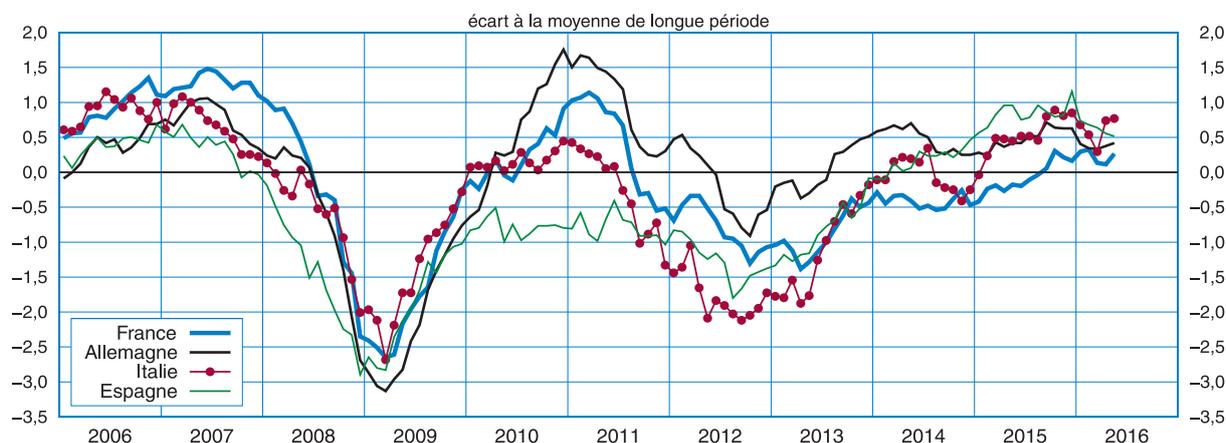
Au deuxième trimestre, le PIB ralentirait légèrement (+0,3 %). En particulier, la production industrielle d'ensemble s'infléchirait après un premier trimestre particulièrement dynamique. Toutes les composantes de la demande intérieure décélèreraient, surtout la consommation des ménages. Aussi, l'investissement en construction marquerait le pas en Allemagne, après deux trimestres de forte hausse sous l'effet de températures favorables. En revanche, les exportations se redresseraient nettement (+0,9 %) après un premier trimestre morose (+0,4 %).

Au second semestre, l'activité retrouverait son rythme moyen depuis fin 2014

Toutefois, le climat des affaires reste globalement favorable (*graphique 1*), et l'activité retrouverait au second semestre sa croissance moyenne depuis fin 2014 (+0,4 % par trimestre). La demande intérieure resterait soutenue, notamment la consommation des ménages. En effet, leur pouvoir d'achat s'améliorerait à la faveur de la hausse de l'emploi, même si les salaires réels ralentiraient sous l'effet d'un regain attendu de l'inflation.

En outre, le redémarrage progressif de l'investissement en construction dans la zone euro se confirmerait, en accélérant au second semestre

1 - Climat des affaires dans la zone euro



Source : Commission européenne

Développements internationaux

(+0,5 % au troisième trimestre puis +0,6 % au quatrième). Il redeviendrait dynamique en Allemagne et cesserait de reculer en France et en Italie. Enfin, l'investissement en équipement progresserait encore solidement (+0,8 % par trimestre), sa reprise étant notamment enclenchée en Italie, et sa croissance restant forte en Espagne, même si elle s'atténue.

Portées par la demande intérieure, les importations ne faibliraient pas. En regard, les exportations n'augmenteraient que modérément : la demande en provenance des économies émergentes resterait affaiblie et celle des pays anglo-saxons ralentirait, alors que les effets favorables de la dépréciation passée de la monnaie unique se dissiperaient. Ainsi, la contribution des échanges extérieurs à la croissance redeviendrait négative au second semestre, après avoir déjà fortement pesé entre l'été 2015 et l'hiver 2016.

L'activité accélérerait à peine en moyenne annuelle

En moyenne sur l'année 2016, l'activité accélérerait à peine (+1,7 % après +1,6 % en 2015). Elle serait de nouveau soutenue par la consommation et l'investissement. L'investissement en équipement resterait dynamique (+4,6 %, après +4,4 % en 2015). La reprise de l'investissement en construction (+2,0 % après +0,5 % en 2015 et -0,5 % en 2014) soutiendrait également l'activité.

En revanche, les exportations de la zone euro ralentiraient nettement en moyenne annuelle (+2,7 % en 2016, après +5,1 % en 2015), plus fortement que les importations (+3,9 % après +5,9 %). Au total, avec une reprise intérieure qui

se confirme et un climat conjoncturel qui se dégrade chez ses partenaires commerciaux, le commerce extérieur pèserait nettement sur la croissance de la zone euro (-0,4 point de PIB), pour la première fois depuis 2009.

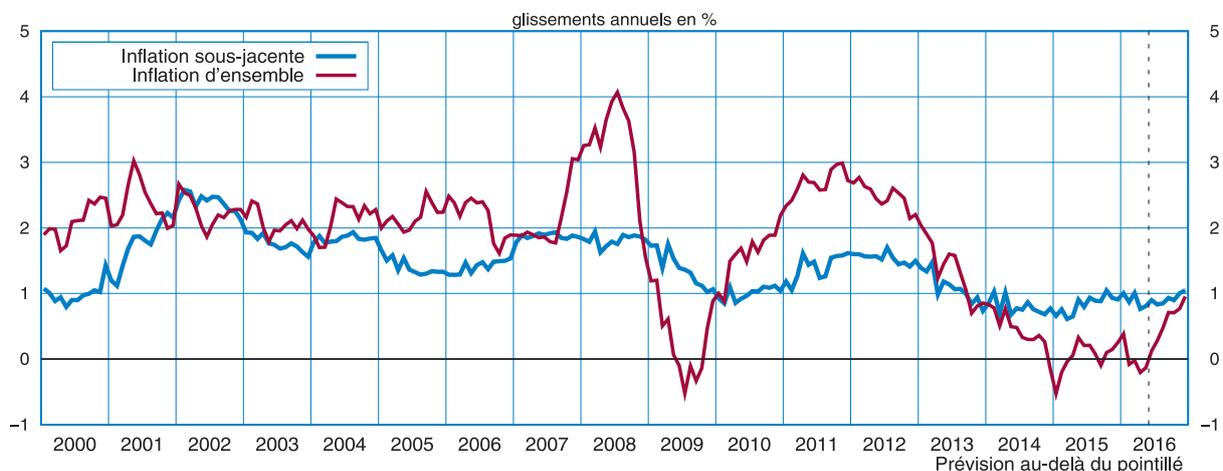
La divergence conjoncturelle se réduirait encore

Avec l'essoufflement attendu de la dynamique de rattrapage en Espagne (+0,7 % au deuxième trimestre 2016 puis +0,6 % par trimestre au second semestre), les rythmes de croissance des principaux pays de la zone euro seraient de plus en plus proches, signe d'une diffusion plus équilibrée de la reprise en zone euro. En particulier, la croissance italienne (entre +0,2 % et +0,3 % par trimestre) approcherait celle attendue en France et en Allemagne (entre +0,3 % et +0,5 % par trimestre).

L'inflation d'ensemble se redresserait progressivement

Depuis début 2015, l'inflation d'ensemble reste très basse dans la zone euro (*graphique 2*). Cette faible inflation résulte surtout du repli du prix du pétrole : début 2016, elle est même redevenue négative (-0,1 % en mai). Toutefois, sous l'hypothèse conventionnelle d'un prix du baril de Brent stabilisé à 50 \$ jusqu'à la fin de l'année, l'inflation d'ensemble se redresserait progressivement en 2016. Elle redeviendrait positive à l'été, et atteindrait +1,0 % sur un an fin 2016. Elle rejoindrait ainsi l'inflation sous-jacente, qui continuerait d'augmenter d'environ 1,0 % sur un an dans la zone, un peu plus rapidement en Allemagne qu'ailleurs, en raison d'une croissance plus vive des salaires. ■

2 - Inflation en zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee