

# **D**éveloppements Internationaux



# Pétrole et matières premières

## Vers un retour à l'équilibre du marché

Au troisième trimestre 2016, le cours du Brent a fluctué autour de 47 \$ le baril en moyenne, comme au deuxième trimestre. L'offre a rebondi, portée par une production record des pays de l'OPEP, et la demande a retrouvé son rythme de croissance tendanciel. Au total, l'excédent s'est accru sur le marché physique.

D'ici juin 2017, l'écart entre l'offre et la demande se résorberait : la production mondiale se stabiliserait, notamment celle des pays de l'OPEP et de la Russie qui parviendraient à limiter leur offre après l'accord de fin novembre, ainsi que celle des pays nord-américains. De son côté, la demande ne changerait pas de rythme. Les stocks se maintiendraient à un niveau élevé.

À l'horizon de juin 2017, l'hypothèse conventionnelle retenue est celle d'un cours du pétrole autour de 50 \$, son niveau de début décembre. La pression haussière du resserrement sur le marché physique serait contenue par le niveau important des stocks. Les prix des matières premières en euros sont légèrement remontés au troisième trimestre 2016, tout en restant à des niveaux faibles. Les cours des matières premières industrielles ont continué d'augmenter. En revanche, les cours des céréales ont chuté durant l'été (-11,3 %) sous l'effet de récoltes mondiales abondantes.

### Au troisième trimestre 2016, le cours du Brent s'est maintenu autour de 47 \$ le baril

Au troisième trimestre 2016, le cours du baril de pétrole (Brent) s'est établi à 47 \$ en moyenne, comme au deuxième trimestre, soit un niveau un

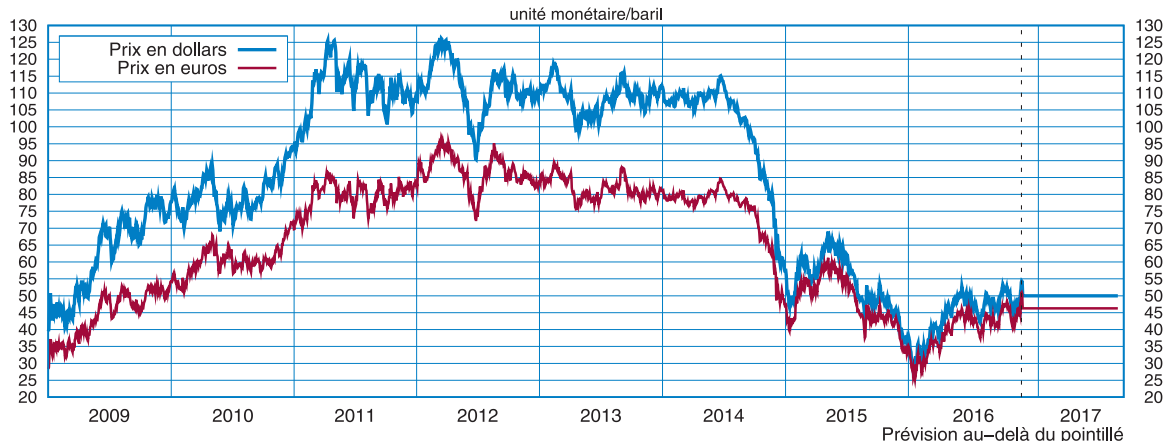
tiers plus élevé qu'au premier trimestre. Fin septembre, le cours a atteint 50 \$ le baril (graphique 1), à la suite de l'annonce par l'OPEP d'un possible accord de réduction de la production du cartel, dont les modalités ont été précisées fin novembre. Le cours du pétrole fluctue autour de 50 \$ en moyenne sur le dernier trimestre 2016.

### L'offre se stabiliserait d'ici mi-2017, si l'OPEP parvenait à contenir sa production

Au troisième trimestre 2016, l'offre de pétrole a fortement rebondi (+0,8 million de baril par jour - Mbpj) après deux trimestres de net recul (graphique 2). Ce rebond provient surtout d'une production record de l'OPEP (+0,6 Mbpj) : l'Arabie Saoudite a produit 10,6 Mbpj et l'Irak 4,4 Mbpj, leurs plus hauts niveaux depuis 2007. En outre, la production iranienne a continué d'augmenter (+0,7 Mbpj depuis janvier 2016), retrouvant ainsi son niveau d'avant l'embargo économique.

Au quatrième trimestre, la production baisserait modérément en Arabie Saoudite. En Libye, l'offre augmenterait avec la fin du blocus des terminaux et atteindrait 0,4 Mbpj. Les productions iranienne et irakienne continueraient de croître. Au premier semestre 2017, sous l'hypothèse que l'accord annoncé par l'OPEP et la Russie fin novembre soit respecté, la production de l'Arabie Saoudite diminuerait en moyenne de 0,3 Mbpj par rapport au second semestre 2016. En revanche, les productions libyenne, iranienne et nigériane continueraient d'augmenter, si bien qu'au total, la production de l'OPEP se stabiliserait.

1 - Prix du Brent en dollars et en euros



Source : Macrobond

## Développements internationaux

En Amérique, l'offre des pays membres de l'OCDE se stabiliserait globalement. Aux États-Unis, les forages de nouveaux puits ont été plus nombreux au troisième trimestre 2016. Cependant, la production continuerait de baisser, compte tenu de l'effondrement des forages depuis fin 2014. En revanche, l'offre canadienne se redresserait nettement, après les conséquences de l'incendie de Fort Mc Murray. Au total, la production mondiale se stabiliserait quasiment à l'horizon de mi-2017.

### La demande continuerait d'augmenter à son rythme tendanciel

Au troisième trimestre 2016, la demande mondiale de pétrole a retrouvé son rythme de croissance tendanciel (+0,4 Mbpj), après avoir légèrement fléchi le trimestre précédent. Elle a été davantage soutenue par les pays hors OCDE, dont la Chine, et par les pays membres de l'OCDE sur le continent américain. Au dernier trimestre 2016, la demande resterait dynamique, principalement du fait des économies émergentes. En moyenne annuelle en 2016, la demande augmenterait de 1,2 Mbpj, une hausse inférieure à celle de 2015 (+1,9 Mbpj) mais similaire à celle de 2014 (+1,1 Mbpj). Au premier semestre 2017, la demande continuerait

d'augmenter à son rythme tendanciel, de nouveau portée par la demande chinoise et celle des autres pays émergents.

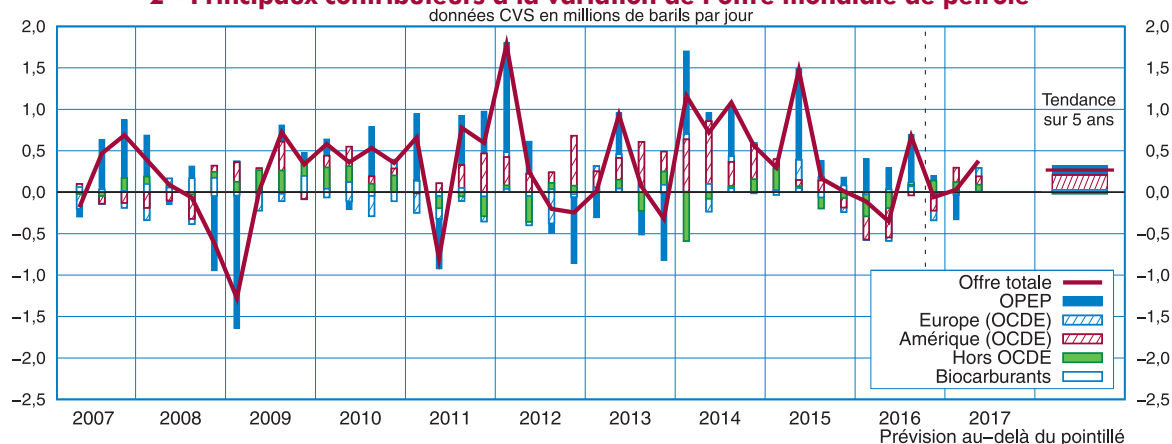
### Le niveau élevé des stocks contiendrait la hausse des prix

Le surplus d'offre, qui était encore conséquent fin 2015, tend à se résorber depuis début 2016, principalement du fait de la baisse de l'offre américaine (graphique 3).

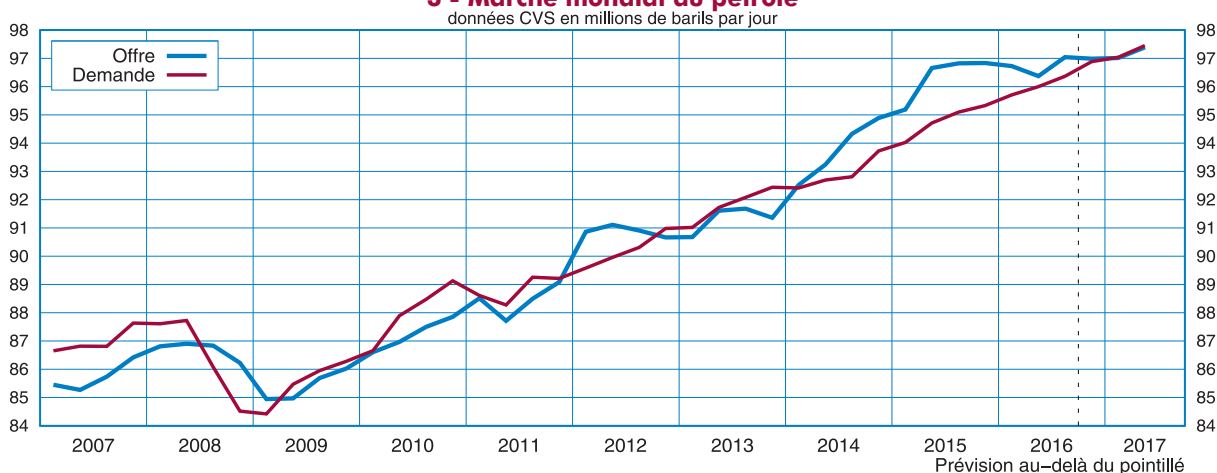
Les stocks de pétrole brut aux États-Unis se sont infléchis au troisième trimestre (-4,0 %), après avoir atteint le niveau record de 539,8 millions de barils fin avril. Ces réserves commerciales restent cependant très supérieures à leur niveau moyen entre 2010 et 2014, si bien qu'elles limiteraient la hausse des cours que pourrait générer le resserrement du marché physique (graphique 4). De même, le potentiel de rebond de la production pétrolière nord-américaine en cas de relèvement des cours limiterait la pression haussière des cours<sup>1</sup>.

1. cf. éclairage « La production pétrolière américaine se replierait encore fortement d'ici fin 2016 », Note de conjoncture, juin 2016.

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



## 3 - Marché mondial du pétrole



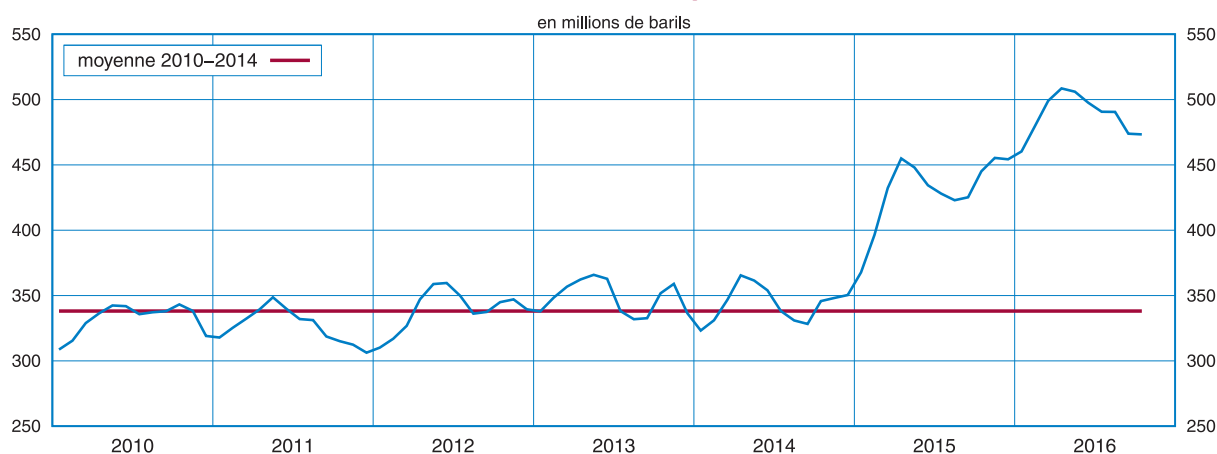
## Développements internationaux

Deux incertitudes planent sur le scénario d'offre. D'une part, la stabilisation de la production de l'OPEP, à la suite de l'accord de réduction fin novembre, n'est pas assurée. Si, en définitive, la production du cartel diminuait, cela favoriserait une hausse des cours ; mais si, au contraire, l'accord n'était pas respecté, le marché physique resterait excédentaire, ce qui pèserait sur les cours. D'autre part, alors que la production des États-Unis est censée baisser dans le scénario, les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et du département de l'Énergie américain (DoE) supposent un rebond plus précoce, dès le deuxième trimestre 2017, qui dans ce cas pèserait sur les cours.

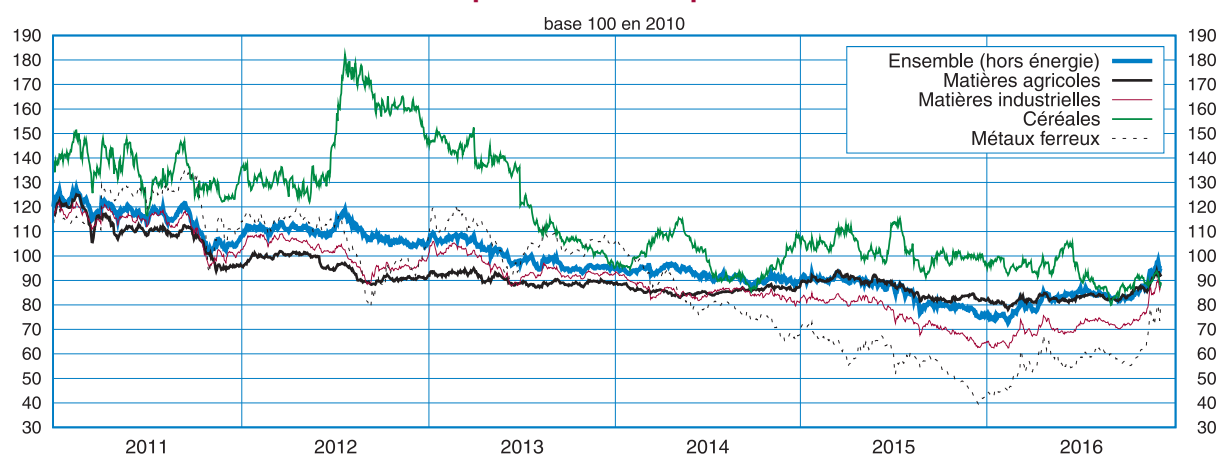
### Les prix des autres matières premières ont modérément augmenté

Au troisième trimestre 2016, les prix en euros des matières premières hors énergie ont légèrement augmenté (+1,4 %), mais ils restent plus faibles que début 2015 (*graphique 5*). Les prix des céréales ont chuté à l'été (-11,3 %) sous l'effet de récoltes abondantes, notamment en Europe de l'Est et aux États-Unis. En revanche, les cours des matières premières industrielles ont continué d'augmenter au troisième trimestre (+3,3 %). ■

### 4 - Stocks américains de pétrole brut



### 5 - Indice des prix des matières premières en euros



# Marchés financiers

## Les marchés financiers résistent aux incertitudes politiques

D'ici mi-2017, les orientations des politiques monétaires continueraient de diverger de part et d'autre de l'Atlantique. D'un côté, la Fed relèverait graduellement ses taux directeurs, confortée par des perspectives d'inflation américaine au-dessus de la cible de 2 % et par un marché du travail encore favorablement orienté. De l'autre côté, l'inflation reste très faible dans la zone euro et la BCE poursuit sa politique monétaire accommodante. Elle prolongerait ainsi son programme d'achats d'actifs au-delà de mars 2017.

Le marché du crédit dans la zone euro continue de s'améliorer. Les situations restent toutefois différentes selon les pays : les encours de crédit aux entreprises progressent solidement en France et en Allemagne tandis qu'ils diminuent encore en Espagne et en Italie. Pour la fin de l'année, les banques européennes continuent d'anticiper une hausse de la demande de crédit et prévoient d'assouplir encore un peu leurs conditions.

Les taux souverains européens, après avoir reculé à la suite du référendum sur le Brexit, repartent légèrement à la hausse en anticipation du relèvement des taux directeurs américains, et des perspectives de l'accroissement de la dette américaine après le résultat de l'élection présidentielle américaine ; ils se situent encore début décembre à des niveaux relativement bas. Les conséquences du vote favorable au Brexit puis de l'élection présidentielle américaine pèsent sur le marché des changes : au troisième trimestre, la livre s'est dépréciée face aux différentes monnaies, notamment l'euro, mais ce dernier s'est lui-même déprécié face au yen

et aux monnaies émergentes ; au quatrième trimestre, le dollar s'est quant à lui apprécié vis-à-vis de l'euro. Le taux de change effectif réel a globalement peu varié depuis mars 2016 et resterait quasi stable en prévision. Le taux de change de l'euro est figé en prévision à 1,06 dollar, 0,85 livre sterling et 120 yens.

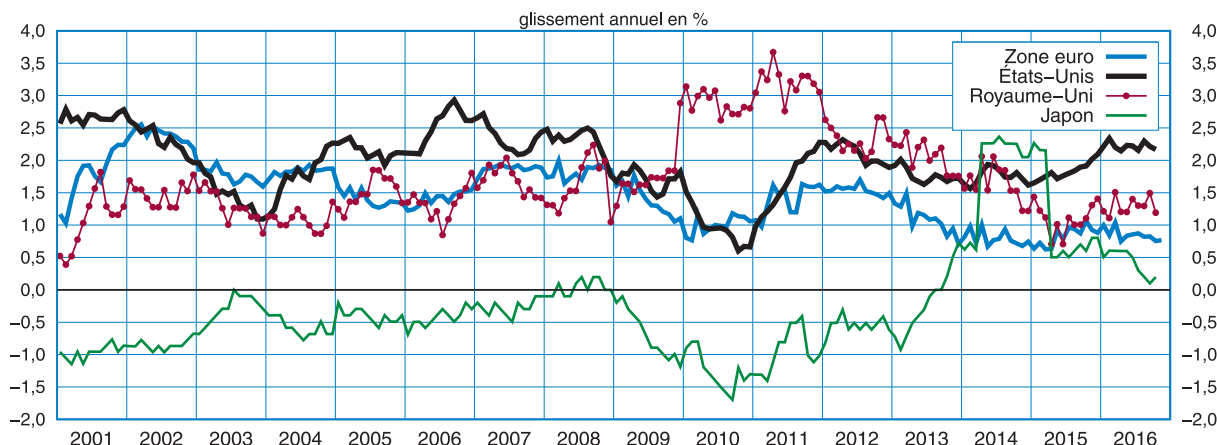
### La Fed relèverait légèrement ses taux directeurs

Après avoir augmenté ses taux directeurs en décembre 2015 pour la première fois depuis dix ans, la Banque centrale américaine (Fed) les a laissés inchangés depuis lors. Pourtant, le taux de chômage demeure bas (4,6 % en novembre), et l'inflation sous-jacente américaine reste ancrée au-dessus du seuil de 2 % depuis janvier 2016 (*graphique 1*). Dans ce contexte, la Fed resserrerait sa politique monétaire par un relèvement graduel de ses taux directeurs.

### La BCE poursuivrait sa politique monétaire accommodante

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a confirmé en octobre 2016 qu'elle prolongeait sa politique accommodante. En effet, l'inflation sous-jacente reste faible, inférieure à 1 % depuis le début de l'année. Les taux directeurs sont maintenus à un niveau historiquement bas : le taux de facilité de dépôt est à -0,40 % depuis mars 2016. De plus, la BCE continue son programme d'achat de titres sur le marché secondaire, au rythme de 80 milliards d'euros par mois ; ce programme est censé cesser en mars 2017 mais la BCE a laissé entendre qu'il pourrait être prolongé au-delà.

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



Sources : Eurostat, BLS, JSB, ONS

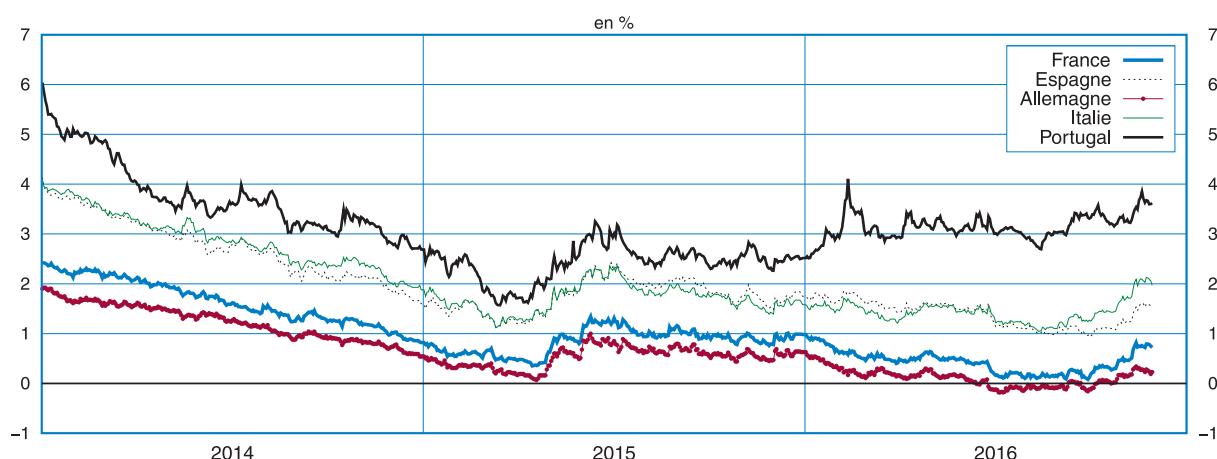
### Les taux souverains européens repartent à la hausse

Les taux souverains des pays avancés ont fléchi après le résultat du vote sur le *Brexit* du 23 juin, atteignant des minima historiques, puis ils se sont redressés à l'automne, dans l'anticipation du relèvement des taux directeurs américains par la Fed et devant les perspectives de fort accroissement de la dette des États-Unis après l'élection présidentielle. Début décembre, le taux français à 10 ans s'établit autour de 0,8 % après avoir atteint un minimum à 0,2 % en juillet 2016. Le taux allemand à 10 ans, devenu négatif en juillet 2016, est ensuite remonté et se situe autour de 0,3 % début décembre (*graphique 2*). Les taux souverains espagnol et italien à 10 ans ont aussi nettement baissé jusqu'à un minimum d'environ 1 %, puis se sont redressés, le taux italien repassant même le seuil de 2 %.

### Les encours de crédit aux entreprises augmentent encore dans la zone euro

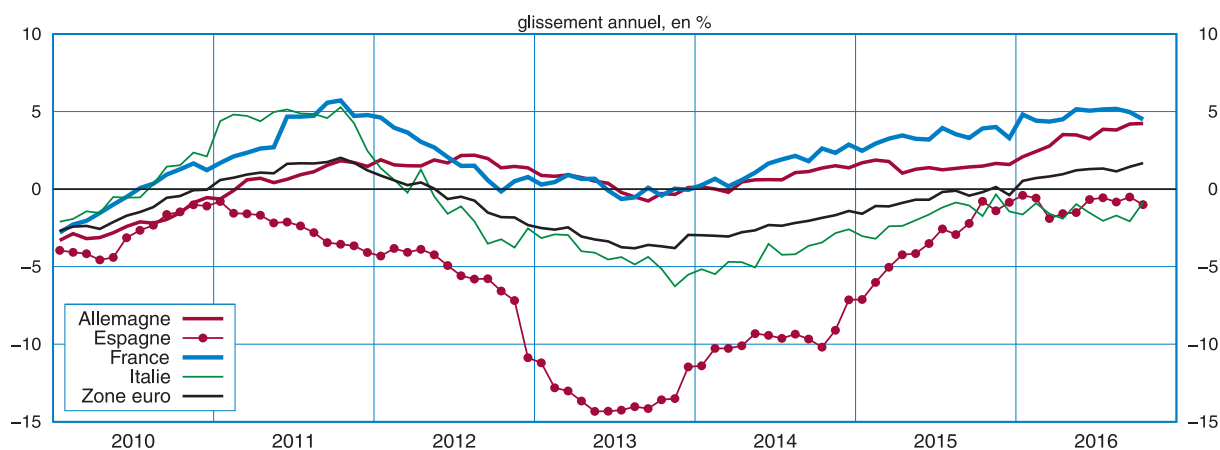
Dans la zone euro, les encours de crédit aux sociétés non financières augmentent depuis début 2016, dans la continuité du regain amorcé début 2014 : sur un an, ils se sont accrus de 1,7 % en octobre 2016, une croissance inédite depuis 2011 (*graphique 3*). Les encours de crédit sont dynamiques en France (+4,5 % en glissement annuel) et en Allemagne (+4,2 %). En revanche, ils baissent encore en Italie et en Espagne. Cependant, avant la montée récente des taux souverains en Italie, les taux d'intérêt des crédits nouveaux avaient convergé entre les principaux pays de la zone euro (entre 1,4 % et 2,1 %).

### 2 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Macrobond

### 3 - Taux de croissance annuel des encours de crédit en zone euro



Source : Banque centrale européenne

## Développements internationaux

### Les indices boursiers ont retrouvé leur niveau d'avant le référendum sur le Brexit

Après avoir brièvement chuté dans la foulée des résultats du référendum britannique du 23 juin, les principaux indices boursiers des pays avancés ont nettement rebondi en juillet et en août. Malgré la surprise du résultat de l'élection américaine, ils ont continué de s'améliorer en novembre. En outre, leur volatilité reste inférieure aux niveaux atteints juste après les résultats du *Brexit*, eux-mêmes relativement faibles au regard des chocs passés (*graphique 4*).

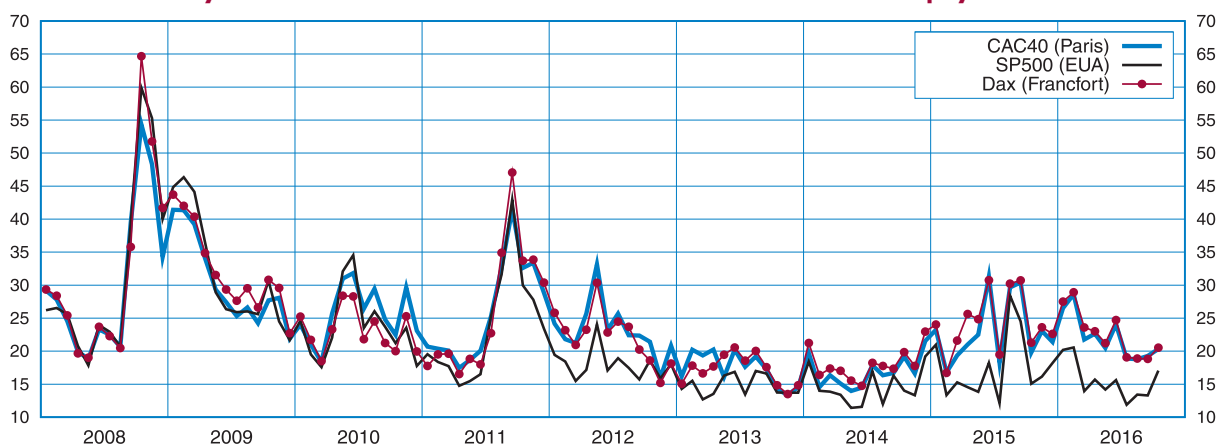
De leur côté, les indices boursiers des pays émergents sont globalement en hausse depuis février 2016, effaçant en grande partie les reculs de l'été 2015 puis de janvier 2016.

### Le taux de change de l'euro résiste aux incertitudes politiques

Après avoir nettement baissé en 2014 et au début 2015 notamment vis-à-vis du dollar, le taux de change de l'euro est quasi stable depuis mi-2015 (*graphique 5*). Depuis le début de l'année 2016, l'euro s'est certes apprécié vis-à-vis de la livre, avant puis après le vote décisif du *Brexit*, mais cette appréciation a été globalement compensée par sa dépréciation face au yen et aux monnaies émergentes, surtout au troisième trimestre. Le dollar, lui, s'est apprécié, à 1,06 dollar pour 1 euro début décembre, par anticipation d'un relèvement des taux directeurs de la Fed et dans la perspective d'accroissement de la dette américaine.

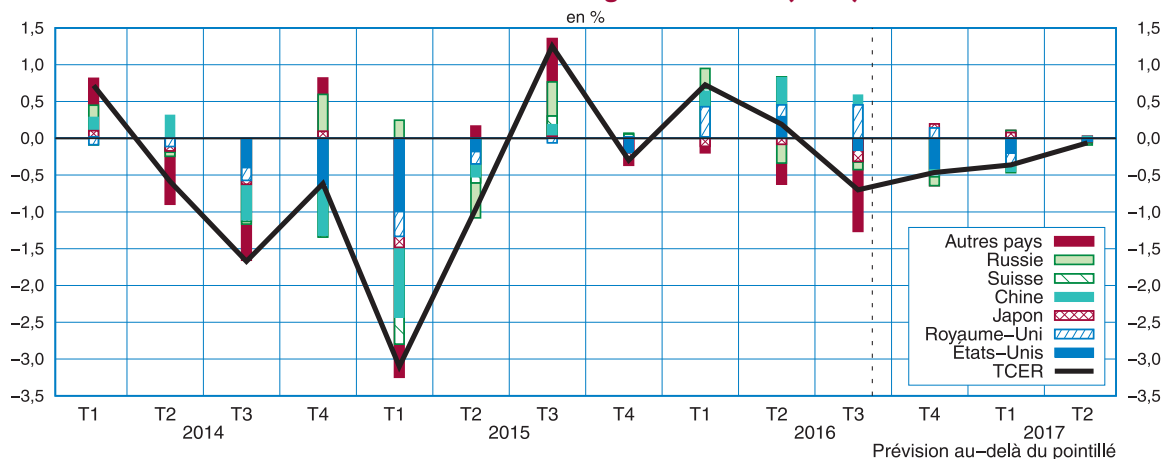
Par convention, le taux de change de l'euro est figé à son dernier niveau connu début décembre (1,06 dollar, 0,85 livre sterling et 120 yens) jusqu'à l'horizon de prévision. ■

#### 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 : DG Trésor, prévision Insee



# Zone Euro

## L'investissement résidentiel et la consommation tirent la croissance

Après avoir augmenté de 0,3 % au troisième trimestre 2016, l'activité accélérerait légèrement dans la zone euro à +0,4 % d'ici mi-2017. En dépit d'incertitudes politiques accrues, le climat des affaires reste favorable et s'améliore même à l'automne. Du fait de sa composante énergie, l'inflation s'élèverait pour atteindre +1,1 % sur un an au deuxième trimestre 2017, après deux années de quasi-stabilité des prix. Toutefois, l'effet négatif de ce regain d'inflation sur la progression du pouvoir d'achat serait en partie compensé par la hausse de l'emploi et des salaires, particulièrement en Allemagne. En outre, les ménages ont épargné une grande partie de leurs gains de pouvoir d'achat des trimestres passés et leur propension à épargner se stabiliserait quasiment (12,0 % mi-2017). Au total, la consommation des ménages augmenterait encore solidement en prévision (+0,4 % par trimestre).

L'investissement gagnerait du tonus ; la construction, notamment, accélère dans tous les pays de la zone. Enfin, la demande extérieure se renforcerait modérément début 2017 : le redémarrage de la demande américaine et des pays émergents ferait plus que compenser la baisse de la demande britannique.

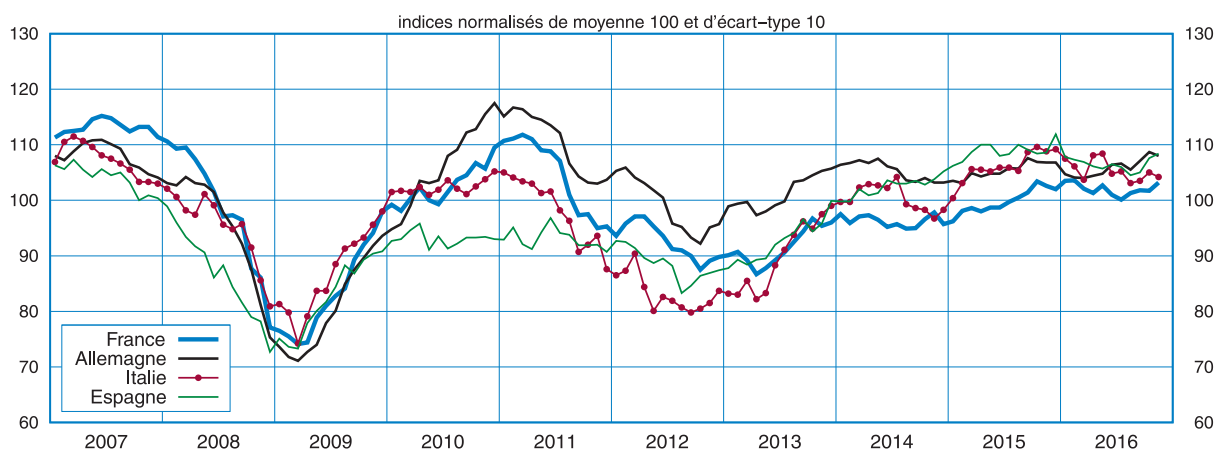
### La croissance resterait robuste

Au troisième trimestre 2016, l'activité économique de la zone euro a augmenté de 0,3 %, comme au deuxième trimestre. Elle accélérerait légèrement au quatrième trimestre, à +0,4 %, puis conserverait ce rythme durant le premier semestre 2017. Le climat des affaires s'améliore à l'automne (*graphique 1*), malgré la hausse des incertitudes politiques, due notamment aux résultats des référendums britannique et italien et à l'élection présidentielle américaine. Le climat des affaires se situe ainsi nettement au-dessus de sa moyenne de long terme, notamment en Espagne et en Allemagne.

### L'Espagne ralentirait, l'Allemagne accélérerait

Les rythmes de croissance des pays de la zone euro ont quelque peu convergé au troisième trimestre. L'activité, quoiqu'encore dynamique, a légèrement ralenti en Espagne (+0,7 % après +0,8 %) alors qu'elle a rebondi en Italie (+0,3 % après +0,1 %) et que la croissance a été modeste en Allemagne et en France (+0,2 %). D'ici mi-2017, elle s'élèverait en Allemagne (+0,5 % par trimestre fin 2016 et au premier semestre 2017) surtout du fait des dépenses des ménages. En Espagne, la dynamique de rattrapage s'essoufflerait et la croissance s'infléchirait progressivement, jusqu'à +0,5 % au deuxième trimestre 2017.

1 - Climat des affaires dans la zone euro



Source : Commission européenne (DG-ECFIN)



## Développements internationaux

En Italie, l'activité pâtirait de l'attentisme généré par l'incertitude autour du référendum constitutionnel au quatrième trimestre (+0,1 %). Si le climat des affaires ne pâtit pas des incertitudes politiques engendrées par la victoire du « non », elle progresserait modérément au premier semestre (+0,2 % par trimestre).

### Le pouvoir d'achat ralentirait avec le regain d'inflation

Sous l'hypothèse d'une stabilisation des cours du pétrole à 50 \$ le baril de Brent, l'inflation totale atteindrait en moyenne +1,1 % au deuxième trimestre 2017 après 0,0 % en 2015 et +0,2 % en 2016. Ce regain proviendrait essentiellement des prix de l'énergie, qui se redressent graduellement. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie et produits alimentaires, s'élèverait modestement de +0,8 % en novembre 2016 à +0,9 % mi-2017, la baisse passée des cours des matières premières continuant de se diffuser. Cependant, l'emploi continuerait de croître solidement et les salaires accéléreraient, notamment en Allemagne et en Espagne où le salaire minimum sera relevé en janvier. Au total, le pouvoir d'achat progresserait sur un rythme d'environ +1,5 % en glissement annuel au premier semestre 2017 contre +2,0 % en moyenne en 2016.

### La consommation résisterait, portée par les dépenses des ménages allemands

Grâce à la bonne tenue du pouvoir d'achat (*graphique 2*), la consommation privée accélérerait de nouveau légèrement, à +0,4 % par trimestre d'ici mi-2017 (après +0,3 % au troisième trimestre et +0,2 % au deuxième). L'accélération proviendrait essentiellement d'Allemagne, où les ménages bénéficient d'un marché du travail favorable et de nouvelles hausses de prestations sociales. Le taux d'épargne se stabiliserait

quasiment : il atteindrait 12,0 % mi-2017, après avoir nettement augmenté entre mi-2015 (11,6 %) et mi-2016 (12,1 %).

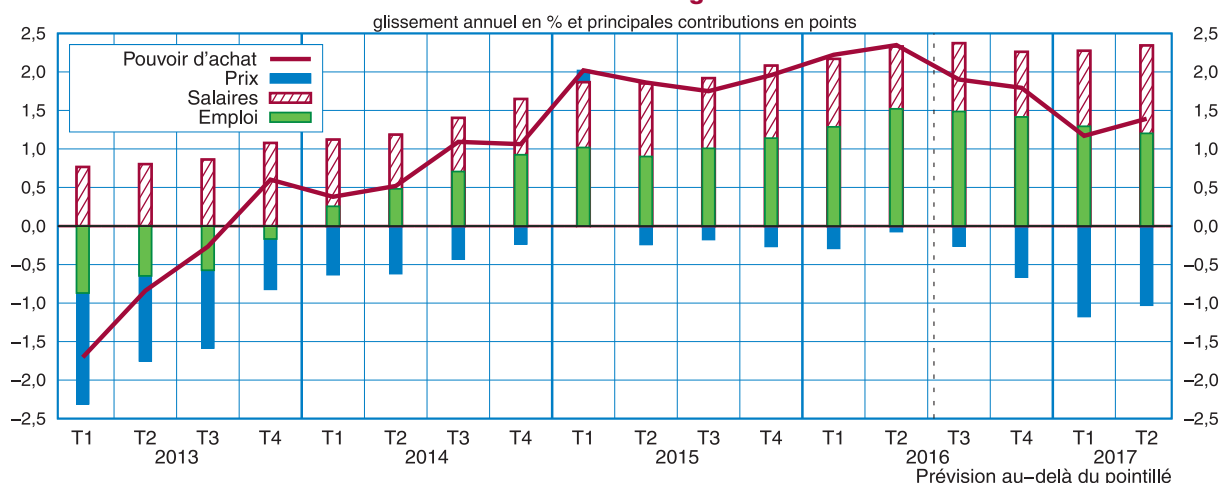
### La construction prend de la vitesse

L'investissement en biens d'équipement a marqué le pas à l'été 2016 mais accélérerait jusqu'à +1,0 % par trimestre au premier semestre 2017. En effet, le taux d'utilisation des capacités de production continue d'augmenter, atteignant fin 2016 son plus haut niveau depuis 8 ans ; en outre les conditions de financement restent très favorables malgré une légère hausse des taux d'intérêt. L'investissement en construction, qui a accéléré à l'été, continuerait de croître fermement d'ici mi-2017 (+0,6 % en moyenne par trimestre) comme le suggère la tendance haussière des permis de construire ; sur l'ensemble de l'année 2016, il renouerait avec la croissance en France et en Italie et resterait dynamique en Espagne et en Allemagne.

### Les exportations profiteraient du redémarrage des demandes américaine et émergentes

Après avoir quasiment stagné au troisième trimestre (+0,1 %), les exportations de la zone euro accéléreraient d'ici mi-2017 (+0,8 % par trimestre), en ligne avec la demande adressée à la région : la baisse de la demande britannique, dans un contexte de ralentissement attendu de l'investissement et de dépréciation de la livre, serait ainsi plus que compensée par un regain de dynamisme de la demande américaine et des pays émergents. Les importations seraient également robustes (en moyenne +1,0 % par trimestre), tirées par la demande intérieure, si bien que le commerce extérieur aurait une contribution neutre à la croissance de l'activité économique de la zone euro de fin 2016 à mi-2017. ■

## 2 - Pouvoir d'achat des ménages en zone euro



Sources : Eurostat, calculs Insee

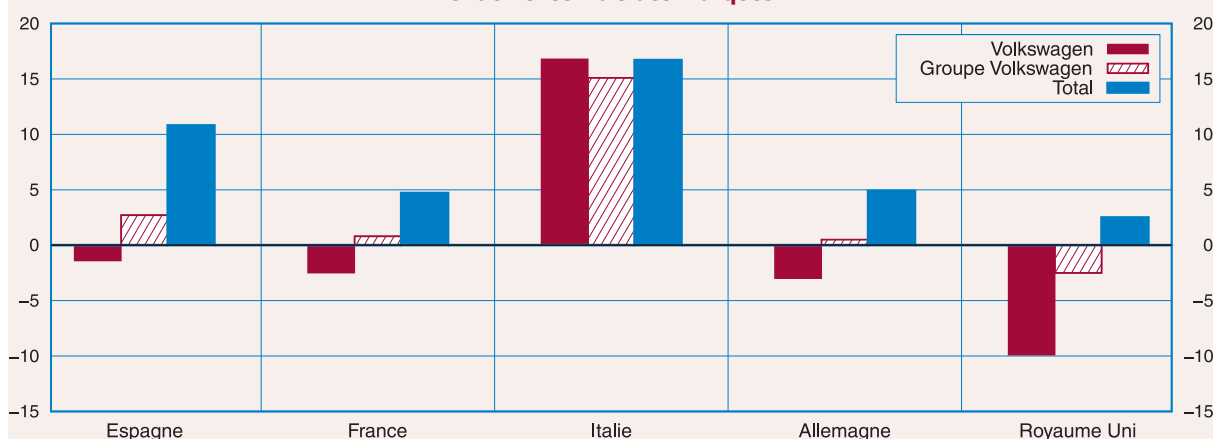
### Depuis la révélation d'une fraude sur des moteurs diesel, le groupe Volkswagen perd des parts sur le marché européen au profit d'autres constructeurs implantés en Allemagne et en Espagne

En septembre 2015, l'agence américaine de protection de l'environnement révélait que le groupe Volkswagen avait utilisé des techniques visant à réduire frauduleusement les émissions de polluants lors des tests de contrôle. Cette annonce a notamment entraîné le dépôt de nombreuses plaintes à l'encontre du groupe allemand, selon lequel le coût des dommages pourrait atteindre 20 milliards de dollars.

#### Depuis septembre 2015, le groupe Volkswagen a perdu un point de part de marché sur le marché européen

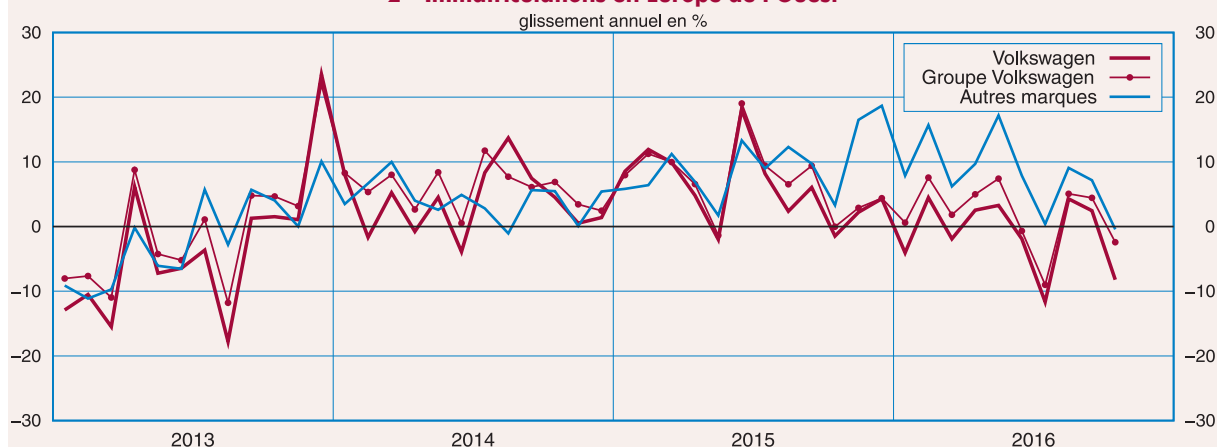
Depuis l'automne 2015, alors que les ventes de véhicules de tourisme ont accéléré pour l'ensemble des marques, les immatriculations du groupe Volkswagen (qui, outre la marque du même nom, regroupe les marques Audi, Seat, Skoda, etc.) ont nettement ralenti. En Europe de l'Ouest, les immatriculations du groupe et de la seule marque Volkswagen décrochent ainsi par rapport à l'ensemble (*graphiques 1 et 2*). C'est notamment le cas en Espagne, en Allemagne et en France et au Royaume-Uni. Toutefois, en Italie, elles ont augmenté au même rythme que les autres marques.

1 - Évolution des immatriculations en 2016 de la marque du groupe Volkswagen et de l'ensemble des marques



Source : European Automobile Manufacturers Association

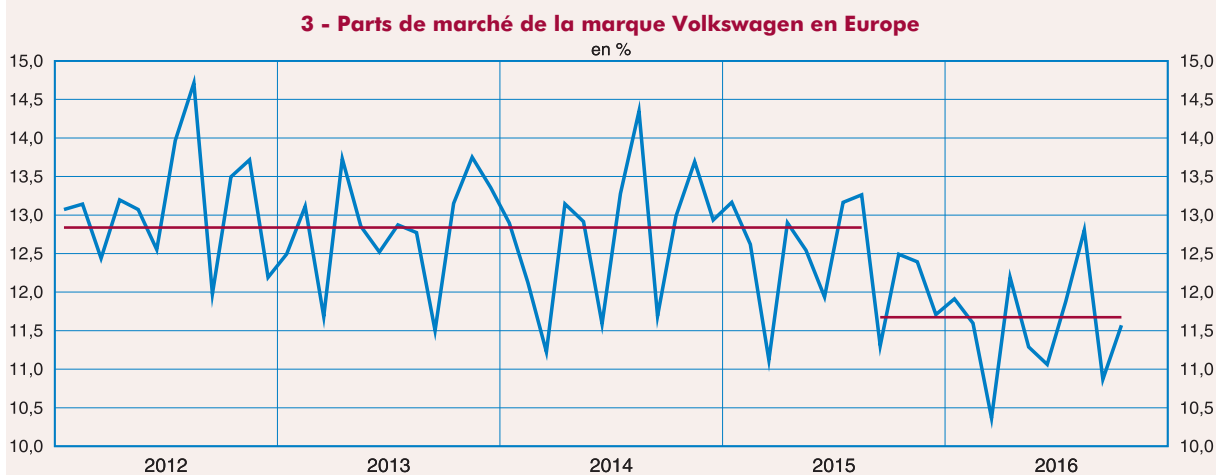
2 - Immatriculations en Europe de l'Ouest



Source : European Automobile Manufacturers Association

## Développements internationaux

De ce fait, le groupe Volkswagen a perdu un point de part de marché sur le marché européen en moyenne depuis septembre 2015, par rapport à sa moyenne depuis 2011, principalement du fait de la seule marque Volkswagen (*graphique 3*). Il n'en reste pas moins le premier groupe automobile d'Europe.

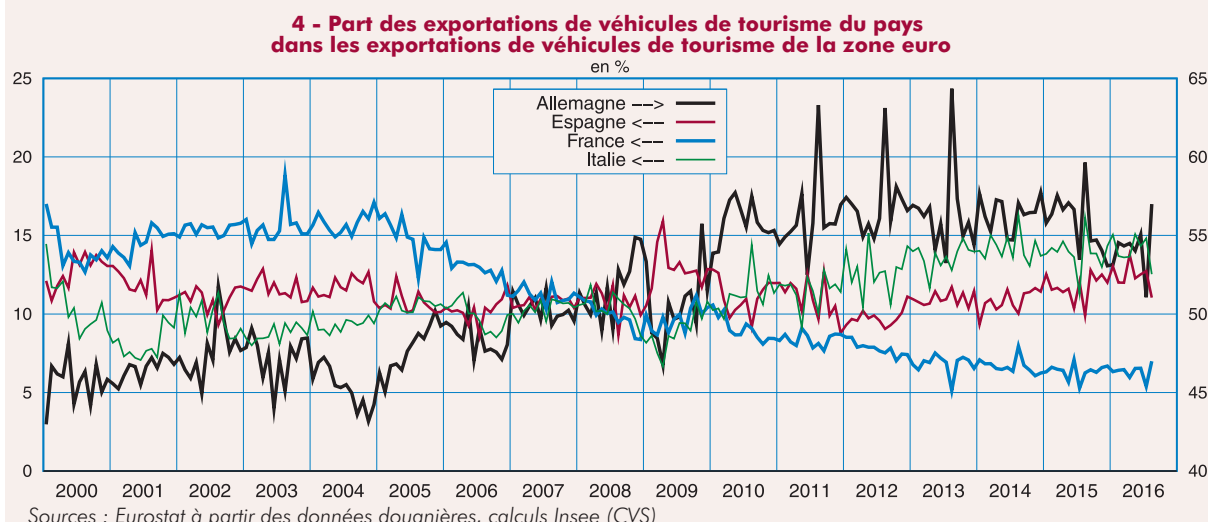


Source : European Automobile Manufacturers Association

### L'impact s'avère modéré pour l'économie allemande et positif pour l'Espagne

Cette contre-performance du groupe Volkswagen se reflète en partie dans les exportations de l'Allemagne : la part des exportations allemandes de véhicules de tourisme dans celles de la zone euro a légèrement baissé (54 % pour les neuf premiers mois de 2016 contre 56 % en moyenne entre 2010 et 2015), essentiellement au profit de l'Espagne (*graphique 4*).

Toutefois, l'impact apparaît assez modéré pour l'économie allemande : celle-ci conserve un solde commercial nettement positif et supérieur à ses partenaires de la zone euro au premier semestre 2016. En effet, seul un quart de la production du groupe Volkswagen se fait sur le territoire allemand. De plus, parmi ses concurrents, ceux produisant essentiellement en Allemagne semblent avoir bénéficié de la dégradation de l'image du groupe : les immatriculations d'Opel, BMW et Mercedes ont vivement accéléré depuis septembre 2015. ■



Sources : Eurostat à partir des données douanières, calculs Insee (CVS)