

# **D**éveloppements **Internationaux**



# Pétrole et matières premières

*Le marché n'a pas encore trouvé son prix d'équilibre*

Au cours du premier trimestre 2015, le prix du pétrole s'est redressé jusqu'à 55,8 \$ le baril en mars, après avoir atteint 47 \$ mi-janvier, son plus bas niveau depuis mai 2009. Ce rebond résulterait notamment des annonces de moindres investissements des grands groupes pétroliers et de diminution des forages aux États-Unis. Depuis lors, le cours du pétrole a de nouveau augmenté, et fluctue autour de 65 \$ début juin, ce qui reste très en dessous de son niveau un an auparavant (103 \$).

Au deuxième trimestre 2015, l'offre mondiale augmenterait modestement tandis que la demande diminuerait légèrement, conduisant à accroître l'excédent de pétrole sur le marché mondial. Au second semestre, demande et offre mondiales se rapprocheraient, sous l'effet notamment d'une baisse de la production de pétrole non conventionnel aux États-Unis tandis que le dynamisme de la demande dans les pays émergents resterait soutenu.

Le prix du baril est conventionnellement figé en prévision à 65 \$. Pour autant, dans un contexte d'offre encore supérieure à la demande, le cours du Brent pourrait à nouveau baisser. La saturation des capacités de stockage aux États-Unis pourrait également peser sur les cours du brut. À l'inverse, outre les incertitudes géopolitiques au Proche-Orient, la diminution des forages aux États-Unis pourrait peser plus fortement qu'attendu sur la production de pétrole au second semestre et tirer les prix à la hausse.

## Au premier trimestre 2015, le prix du pétrole s'est légèrement redressé

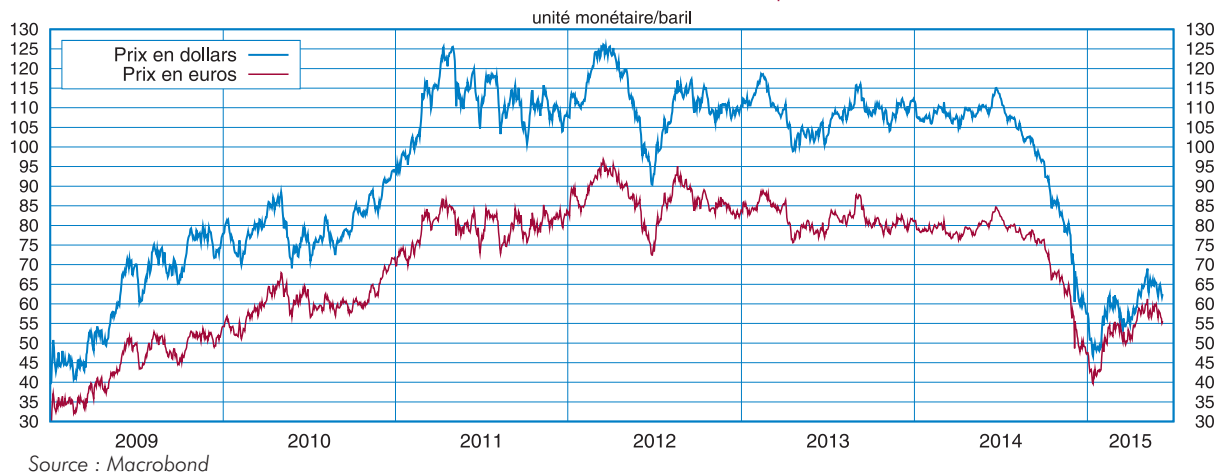
En forte baisse depuis juillet 2014, le cours du pétrole (Brent) a atteint mi-janvier 2015 son plus bas niveau depuis mai 2009, à 47 \$ le baril. Le prix du baril s'est ensuite redressé et fluctue autour de 65\$ depuis fin avril 2015 (*graphique 1*). L'annonce de la diminution du nombre de forages de pétrole non conventionnel aux États-Unis et celle des baisses d'investissements des compagnies pétrolières internationales semblent être les principaux facteurs d'une révision en baisse des anticipations de production et, partant, du rebond du prix du baril.

## Au deuxième trimestre 2015, l'offre augmenterait et la demande baisserait légèrement

Au deuxième trimestre 2015, l'offre augmenterait de manière un peu plus marquée qu'au trimestre précédent : la hausse atteindrait 0,2 million de barils par jour (Mbpj) au total (*graphique 2*). Malgré la baisse des investissements, la production de pétrole non conventionnel aux États-Unis a encore augmenté début 2015. Elle semble toutefois se stabiliser depuis le printemps (*graphique 3*), ce qui pourrait limiter la hausse de la production au deuxième trimestre.

Dans le même temps, la demande mondiale de pétrole brut diminuerait légèrement (-0,1 Mbpj, *graphique 4*). La hausse de la demande en dehors de l'OCDE, aussi bien en Chine qu'au Proche-Orient, serait compensée par une baisse

1 - Prix du Brent en € et en \$



## Développements internationaux

conjointe en Europe, aux États-Unis et au Japon, en raison d'un déstockage et d'une baisse de l'activité pétrochimique dans ces pays.

### Au second semestre, offre et demande tendraient à se rejoindre

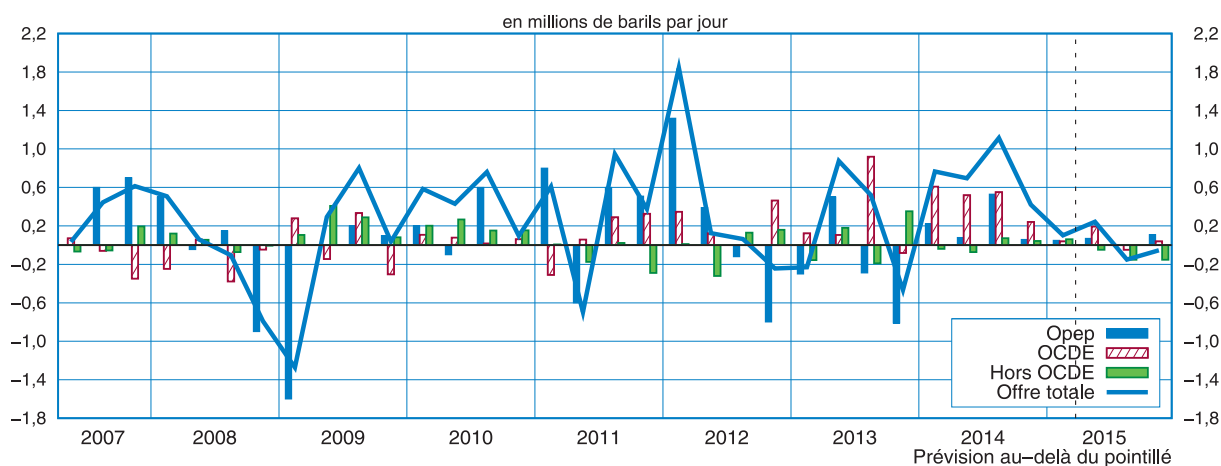
Au second semestre 2015, la production mondiale diminuerait légèrement (-0,1 Mbpj en moyenne par trimestre), notamment aux États-Unis, au Canada et en Russie.

Dans le même temps, la demande mondiale de pétrole brut retrouverait sa tendance passée (+0,3 Mbpj puis +0,4 Mbpj aux troisième et quatrième trimestres 2015), principalement tirée par la hausse de la demande en Chine et dans les autres pays n'appartenant pas à l'OCDE.

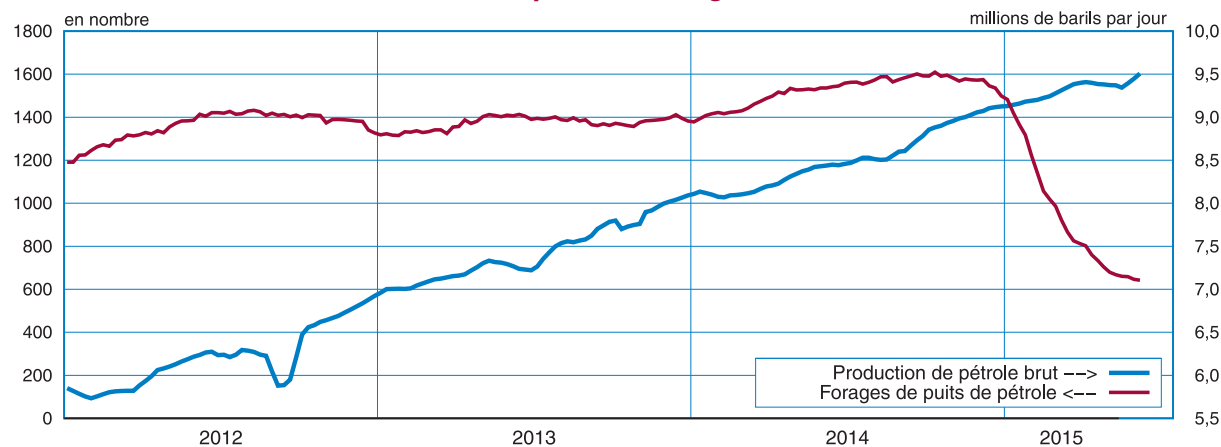
### En prévision, le prix du baril fluctuerait autour de 65 \$

Conventionnellement, le prix du baril de Brent est figé en prévision au cours observé récemment (65 \$ début juin 2015). Pour autant, dans un contexte d'offre plus abondante que la demande, le cours du Brent pourrait à nouveau baisser. De plus, l'accord-cadre sur le nucléaire iranien conclu début avril pourrait déboucher sur une levée des sanctions sur les exportations de pétrole iranien. Une hausse de la production iranienne n'est pas anticipée avant la fin de l'année 2015, mais cette éventualité pourrait peser sur les prix dès cette année. Ensuite, les stocks des États-Unis sont particulièrement élevés, au plus haut depuis 80 ans. La perspective d'une saturation des capacités de stockage pourrait contribuer à abaisser les cours mondiaux.

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



## 3 - Production de pétrole et forages aux États-Unis



## Développements internationaux

À l'inverse, les tensions géopolitiques en Irak et en Libye pourraient restreindre la production de ces pays. Le conflit au Yémen pourrait aussi tirer les prix à la hausse : certes, la production de ce pays reste faible (0,1 Mbpj en avril 2015 contre 0,3 Mbpj fin 2014) mais l'implication des grandes puissances régionales pétrolières dans ce conflit pourrait en accroître l'impact sur le cours du pétrole, notamment parce que la remise en cause de la sécurité du détroit de Bab-el-Mandeb entre le Yémen et Djibouti pourrait perturber les livraisons des pays du Golfe. En outre, la chute du nombre de forages aux États-Unis pourrait peser plus fortement qu'attendu sur la production de pétrole non conventionnel au second semestre et tirer les prix à la hausse.

### Au premier trimestre 2015 les cours des matières premières ont nettement augmenté en euros

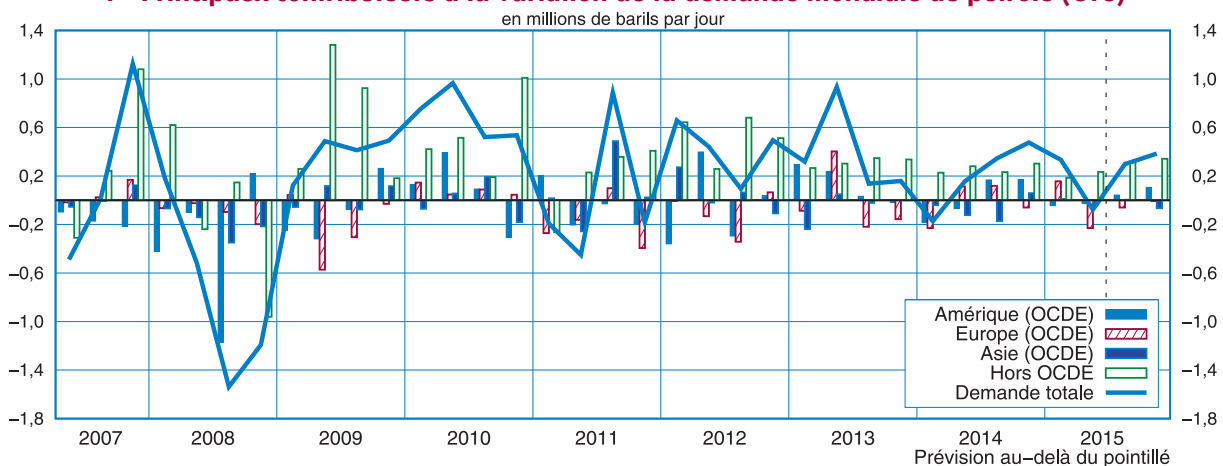
Au premier trimestre 2015, les prix en euros des matières premières hors énergie ont nettement augmenté (+5,3 %, *graphique 5*). Cela résulte de

la dépréciation de l'euro durant cette période : en dollars, les prix ont en effet baissé de 5,0 %.

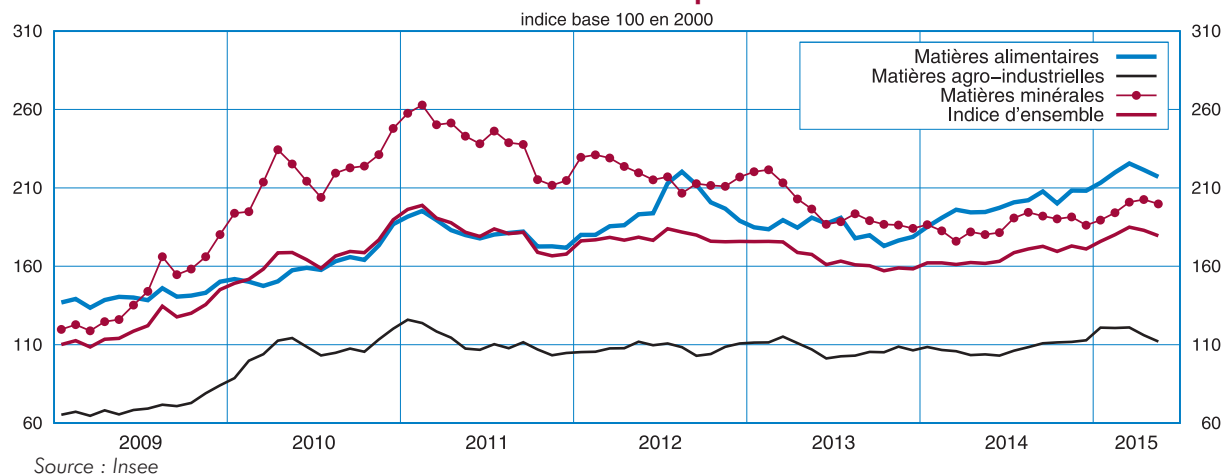
Les matières premières agro-industrielles, notamment, se sont renchéries (+7,9 %), en particulier les fibres textiles naturelles (+10,4 %) et la pâte à papier (+7,9 %). Les prix des matières minérales ont rebondi (+2,9 %), portés par la hausse des prix des métaux précieux (+15,0 %), en premier lieu l'or et l'argent. En revanche, les prix du minerai de fer ont continué de chuter (-6,7 %).

Les cours des matières premières alimentaires ont également fortement augmenté (+6,8 %), du fait notamment de la hausse des cours de viande bovine (+12,1 %). ■

#### 4 - Principaux contributeurs à la variation de la demande mondiale de pétrole (CVS)



#### 5 - Cours des matières premières



# Marchés financiers

## La Fed réserve un resserrement de sa politique pour la fin de l'année

Après six années de stabilité à un taux minimal, la Réserve fédérale pourrait relever ses taux directeurs au second semestre 2015, dans un contexte d'amélioration régulière du marché de l'emploi. Au Royaume-Uni, la fin du statu quo sur les taux se rapproche également mais l'absence de tension sur les salaires et les prix et le récent ralentissement de l'activité inciteraient la Banque d'Angleterre à repousser tout resserrement monétaire au-delà de 2015. Au Japon, la banque centrale maintient sa politique expansionniste et continue d'augmenter substantiellement sa base monétaire.

Dans le même temps, la BCE met en œuvre depuis mars les mesures de rachats massifs de titres annoncées en janvier 2015. Dans un premier temps, ces opérations ont mis fin au recul de l'inflation anticipée par les marchés et ont conduit à diminuer les taux souverains de l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de la Grèce. Ces taux ont toutefois nettement rebondi début mai et début juin, corrigeant partiellement la forte baisse précédente.

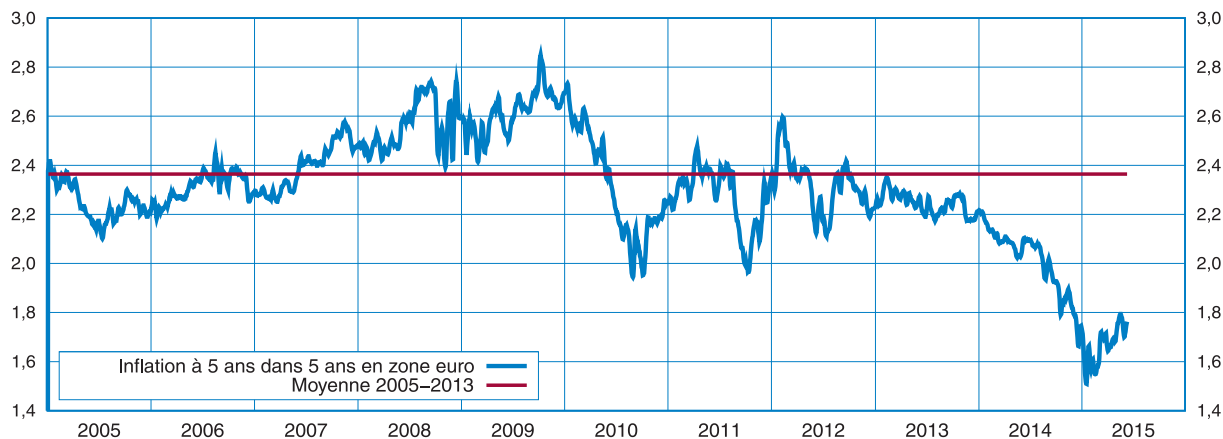
En parallèle, l'euro a légèrement rebondi en avril après plusieurs mois de baisse. Les hypothèses conventionnelles de stabilité des taux de change en prévision sont de 1,12 dollar, 140 yens et 0,73 livre pour 1 euro.

### La Réserve fédérale relèverait ses taux avant la fin de l'année

Avec l'amélioration du marché de l'emploi et des perspectives d'inflation en hausse, la Réserve fédérale relèverait ses taux directeurs au second semestre 2015 – un consensus des opérateurs de marché semble se dégager sur un premier relèvement à l'automne. Cette hausse mettrait fin à plus de six années de stabilité du taux directeur, à 0,25 %. Au Royaume-Uni la baisse continue du taux de chômage semble également rapprocher la fin du statu quo sur les taux. Toutefois, l'absence de tension sur les salaires et les prix et le récent ralentissement de l'activité repousseraient le prochain resserrement monétaire au-delà de 2015 : la Banque d'Angleterre maintiendrait ainsi ses taux d'intérêt et la taille de son bilan jusqu'à la fin de l'année. Au Japon, la banque centrale conserve sa politique expansionniste et continue d'augmenter sa base monétaire à un rythme annuel de 80 000 milliards de yens, soit 16 points de PIB.

La Banque centrale européenne (BCE) met en œuvre depuis mars 2015 un programme étendu d'achats d'actifs, incluant des titres de dette publique. L'Eurosystème achète désormais environ 47,5 milliards d'euros de dette publique par mois, auxquels s'ajoutent 12,5 milliards de titres privés, ce qui porte le total des achats à 60 milliards par

### 1 - Anticipations d'inflation en zone euro



Source : Macrobond

mois, conformément à la cible fixée en janvier 2015. L'ampleur de ce programme permet d'augmenter la taille du bilan de la BCE (jusqu'à 28 points de PIB de la zone en fin d'année) et a mis fin à la baisse de l'inflation anticipée par les marchés : l'inflation à 5 ans dans 5 ans, calculée à partir des swaps d'inflation, est remontée à près de 1,8 % début mai 2015 (*graphique 1*), ce qui reste cependant inférieur à sa moyenne entre 2005 et 2013 (2,4 %).

### Des signes persistants de fragmentation du marché interbancaire au sein de la zone euro

Après s'être globalement stabilisés fin 2014, les déséquilibres du système de paiement interbancaire *Target 2* se sont à nouveau aggravés début 2015 : le solde de l'Allemagne a augmenté tandis que les déficits de certains pays périphériques, déjà très importants, se sont creusés, indiquant que les banques allemandes restent réticentes à financer les banques des pays du Sud, particulièrement de la Grèce.

De plus, les encours des résidents non financiers ont diminué de plus de 19 % sur un an en Grèce, signe d'une sortie massive de capitaux, en lien avec la crainte d'un éventuel contrôle des mouvements de capitaux ou d'un défaut grec.

### L'encours de crédit aux SNF se stabilise dans la zone euro

Après trois années de baisse, les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro se sont stabilisés en avril 2015. En Italie et en Espagne, les entreprises ont continué de se désendetter début 2015 : la baisse des encours de crédit, particulièrement marquée fin 2013, continue à un rythme toutefois moins prononcé

(*graphique 2*). En France et en Allemagne, la hausse des encours de crédit se confirme depuis l'été 2014, mais reste modérée outre-Rhin.

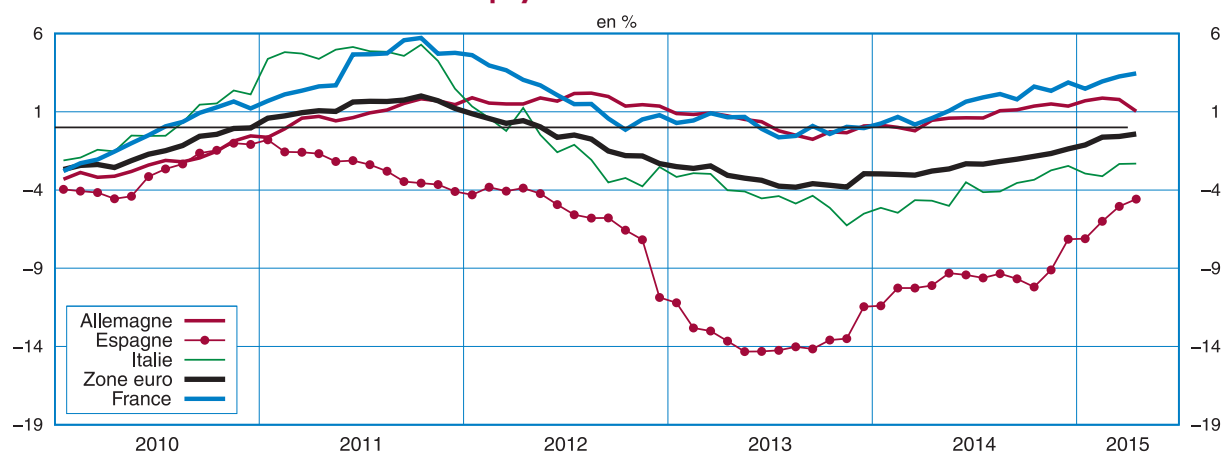
Par ailleurs, au sein même de la zone euro, les taux d'emprunt bancaires facturés aux entreprises sont encore très hétérogènes, signe que le marché des capitaux reste fragmenté. Ainsi, les taux d'intérêt moyens sur les crédits nouveaux accordés aux entreprises italiennes et espagnoles restent supérieurs de près d'un point à ceux accordés aux entreprises allemandes et françaises. L'écart s'est toutefois réduit au cours des derniers mois, d'abord en Italie, plus récemment en Espagne.

### Après une forte baisse au premier trimestre, les taux souverains se sont redressés au printemps

Les taux d'emprunt de l'Allemagne et de la France ont atteint un point bas au premier trimestre 2015 (*graphique 3*). En conséquence des rachats de la BCE, ces deux pays ont bénéficié de conditions d'emprunt de plus en plus avantageuses (taux à 10 ans à 0,1 % et 0,4 % respectivement au cours du mois d'avril). Toutefois, début mai et début juin les taux souverains européens ont brusquement rebondi, corrigeant partiellement la chute précédente, et le taux souverain allemand à 10 ans est repassé au-dessus de 0,8 %. Le rebond des taux souverains pourrait traduire une correction des anticipations d'inflation ou de celles concernant la politique monétaire de la BCE.

Dans le même temps, les négociations entre la Grèce et ses créanciers ont ravivé les inquiétudes des marchés. La perspective d'une restructuration de la dette grecque a gagné en consistance, sous des conditions qui restent largement à définir. Dans cette attente, les taux souverains grecs à 10 ans ont nettement

## 2 - Taux de croissance annuel de l'encours de crédit aux sociétés non financières de quelques pays de la zone euro



Source : Banque centrale européenne

## Développements internationaux

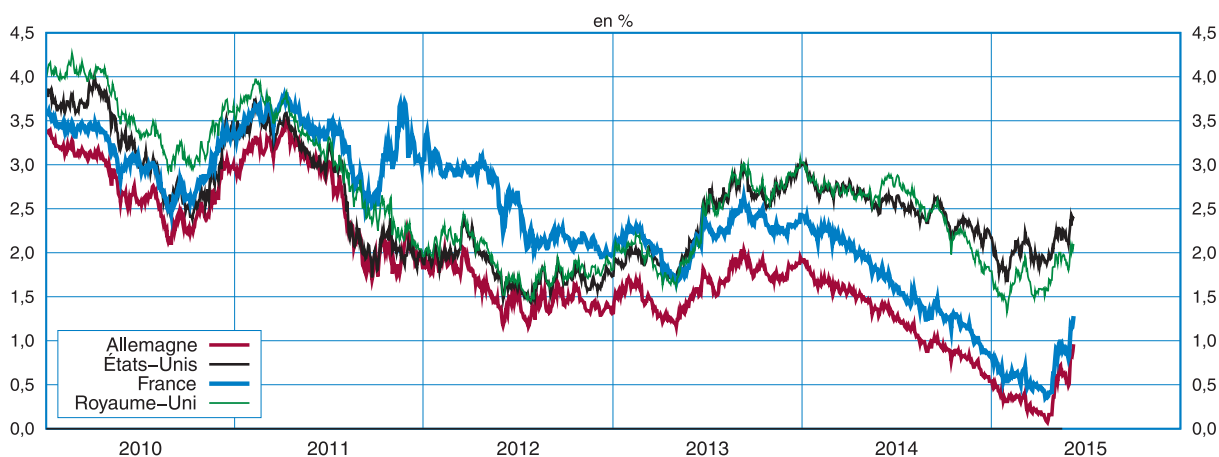
augmenté et ont dépassé 13 % fin avril 2015, pour la première fois depuis fin 2012. Toutefois, dans les autres pays touchés par la crise de la dette souveraine de 2011 (Espagne, Portugal, Irlande), la contagion du risque grec semble contenue. En dépit d'une remontée passagère et limitée des taux en avril, lorsque les craintes sur la dette hellénique étaient au plus haut, la normalisation de leurs conditions de financement se confirme.

### Le taux de change de l'euro reste bas, malgré un rebond en avril

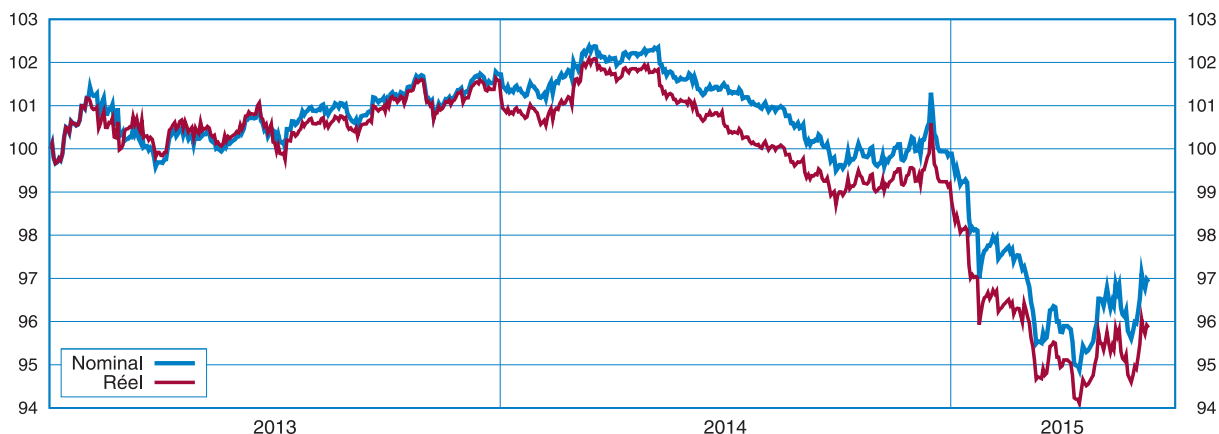
Au premier trimestre 2015, les anticipations d'un assouplissement quantitatif en zone euro puis sa mise en œuvre ont pesé sur le cours de la monnaie unique. Le taux de change effectif réel de la France,

qui avait nettement baissé, a ensuite rebondi fin avril (*graphique 4*) mais reste inférieur de 6 points à son niveau d'avril 2014. Sous l'hypothèse conventionnelle de stabilité des taux de change bilatéraux en prévision (1,12 dollar, 140 yens et 0,73 livre pour 1 euro), le taux de change effectif réel de la France continuerait de reculer au deuxième trimestre (-1,0 %), avant de se stabiliser quasiment au second semestre (+0,4 % puis +0,2 % aux troisième et quatrième trimestres).■

### 3 - Taux souverains à 10 ans



### 4 - Taux de change effectif de la France





# Zone euro

## La reprise se diffuse

Au premier trimestre 2015, l'activité de la zone euro a conservé son rythme de croissance de fin 2014 (+0,4 %), du fait notamment du dynamisme en France (+0,6 %) et en Espagne (+0,9 %). L'activité progresserait sur un rythme similaire le restant de l'année 2015 (+0,4 % au deuxième trimestre, puis +0,5 % aux troisième et quatrième trimestres), stimulée principalement par la demande intérieure. Au total, la croissance atteindrait +1,4 % en 2015, après +0,9 % en 2014. Cette nette accélération proviendrait de la France, de l'Italie et de l'Espagne. Elle serait essentiellement portée par le regain de pouvoir d'achat des ménages qui soutiendrait leur consommation, et par un investissement productif de plus en plus vigoureux. L'Allemagne conserverait le dynamisme retrouvé en 2014 (+1,6 %).

### Le PIB de la zone euro a gardé le rythme de croissance atteint fin 2014

La reprise se confirme en zone euro et l'activité a augmenté au premier trimestre 2015 sur le même rythme qu'au trimestre précédent (+0,4 %). La demande intérieure, et notamment la consommation des ménages, a nettement progressé, tandis que la vigueur des importations a pesé sur la croissance. L'accélération a été particulièrement sensible en France (+0,6 % après 0,0 %) et l'Italie a renoué avec la croissance (+0,3 % après 0,0 %). L'économie espagnole a également de nouveau accéléré (+0,9 % après

+0,7 %), tandis que la croissance allemande a marqué le pas (+0,3 % après +0,7 %), pénalisée par les échanges extérieurs.

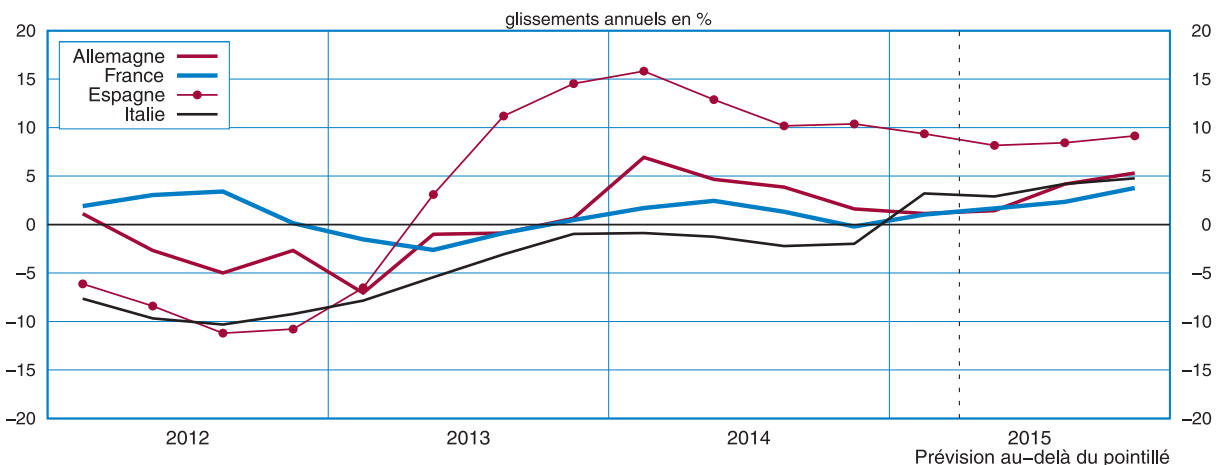
### Un rebond du commerce extérieur soutiendrait la croissance au deuxième trimestre

En zone euro, le climat des affaires se maintient au printemps à un niveau proche de sa moyenne de long terme, ce qui suggère que l'activité conserverait le même rythme de croissance au deuxième trimestre (+0,4 %). La consommation des ménages ralentirait (+0,4 % après +0,5 %), notamment en France par contrecoup d'un premier trimestre particulièrement dynamique. L'investissement en construction diminuerait, notamment en France, en Italie et en Allemagne. À l'inverse, les échanges extérieurs soutiendraient la croissance (contribution de +0,1 point après -0,2 point) : les importations, très soutenues au premier trimestre, notamment en France et en Allemagne, ralentiraient par contrecoup.

### La demande intérieure prendrait le relais au second semestre

Au second semestre, la croissance resterait allante (+0,5 % par trimestre), portée par la demande intérieure. En effet, la situation du marché du travail s'améliorerait en zone euro, et le taux de chômage baisserait de nouveau pour atteindre 10,6 % fin 2015, contre 11,5 % un an auparavant.

1 - Investissement en biens d'équipement en zone euro



Sources : INS, prévisions Insee



## Développements internationaux

Cela alimenterait un regain de salaires réels sur l'année et, cumulé à la hausse de l'emploi, des gains de pouvoir d'achat suffisants pour entretenir le dynamisme de la consommation des ménages (+0,5 % par trimestre). Les évolutions par pays resteraient contrastées : la consommation des ménages espagnols augmenterait encore très rapidement (+1,0 % par trimestre), celle des ménages allemands resterait soutenue (+0,6 % puis +0,7 %), tandis que la consommation progresserait plus modestement en France (+0,3 % puis +0,4 %) et en Italie (+0,2 % par trimestre).

### Une croissance marquée par la reprise de l'investissement productif

En 2015, l'investissement productif serait soutenu par la reprise de l'activité et accélérerait progressivement sur l'ensemble de la zone (+0,9 % au deuxième trimestre, +1,3 % au troisième et +1,5 % au quatrième trimestre, *graphique 1*). Il se redresserait notamment en Italie, après trois années de baisse.

### L'inflation sous-jacente cesserait quasiment de baisser

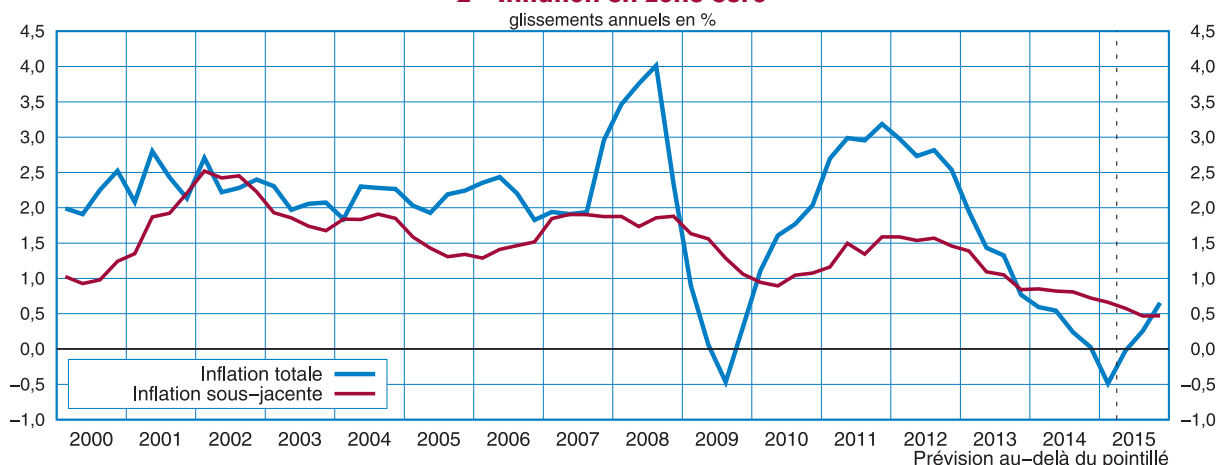
L'inflation sous-jacente cesserait quasiment de baisser dans l'ensemble de la zone euro : elle atteindrait +0,5 % à la fin de l'année, contre +0,6 % en mai et +0,8 % fin 2014. La baisse passée des prix des produits pétroliers a entraîné

un recul ponctuel des prix au premier trimestre 2015 (-0,5 %). Le prix du pétrole se redressant légèrement au deuxième trimestre, les prix de l'énergie rebondiraient quelque peu (+2,7 % par rapport au trimestre précédent après -4,4 %). Au total, l'inflation d'ensemble se redresserait au cours de l'année, atteignant +0,7 % fin 2015 après un point bas au premier trimestre 2015 (-0,5 %, *graphique 2*).

### Les divergences conjoncturelles s'atténueraient dans la zone euro

Les rythmes de croissance resteraient différents selon les pays de la zone mais les divergences s'atténueraient un peu : l'Espagne poursuivrait sa reprise à un rythme rapide (+0,9 % au deuxième trimestre puis +0,8 % par trimestre au second semestre), soutenue comme en 2014 par l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, mais également par le redémarrage de l'activité dans la construction. La croissance serait plus modérée en Allemagne (+0,5 % par trimestre) et en France (+0,3 % aux deuxième et troisième trimestres puis +0,4 % au quatrième), principalement soutenue par la consommation des ménages. En Italie, l'investissement des entreprises cesserait de peser sur la croissance, qui resterait modeste (+0,2 % à +0,3 % par trimestre). ■

## 2 - Inflation en zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee