

Développements Internationaux



Pétrole et matières premières

La production américaine de pétrole à l'épreuve de la baisse des cours

Au troisième trimestre 2015, le prix du pétrole de la mer du Nord a oscillé entre 45 \$ et 50 \$ le baril de Brent, dans un contexte d'excédent d'offre. En novembre, le cours fluctue autour de 45 \$.

Selon les données de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), l'offre et la demande se sont nettement rapprochées au troisième trimestre et cette convergence se poursuivrait jusqu'à mi-2016. La production marquerait le pas aux États-Unis, conséquence d'une baisse du nombre des nouveaux forages. L'offre demeurerait toutefois excédentaire jusqu'à mi-2016, alors que les stocks de brut sont déjà très importants, notamment aux États-Unis.

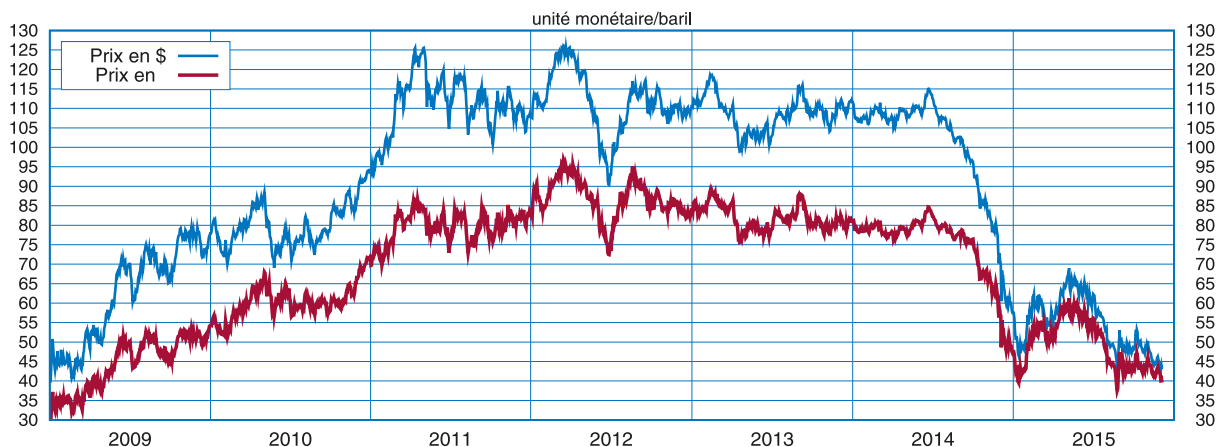
L'hypothèse conventionnelle d'un cours de pétrole stable à 45 \$ d'ici mi-2016 est soumise à deux aléas principaux. Premièrement, la résistance du secteur américain à la faiblesse des cours est incertaine. Le scénario retenu comprend un léger recul de la production américaine mais elle pourrait finir par s'ajuster nettement à la baisse, suivant la chute du nombre de forages. Deuxièmement, la production de l'Iran pourrait augmenter significativement d'ici mi-2016 avec la fin de l'embargo, conduisant à une hausse plutôt qu'à une stabilisation de la production de l'OPEP dans son ensemble.

Depuis début 2015, le cours du pétrole est bien plus bas que l'an dernier

Au premier semestre 2015, le cours du pétrole (Brent) a fluctué entre 45 \$ et 65 \$ (*graphique 1*). Au troisième trimestre 2015, le cours a baissé d'un palier, oscillant entre 45 \$ et 50 \$. En novembre et début décembre, il fluctue autour de ce bas de fourchette. Un nouvel équilibre des prix se dessine alors que des incertitudes pèsent sur la demande et que le marché physique demeure excédentaire. Les stocks de brut continuent ainsi de gonfler, notamment aux États-Unis.

Au niveau mondial, l'écart entre l'offre et la demande de pétrole s'est réduit aux deuxième et troisième trimestres 2015. Tout en restant à un haut niveau, la production américaine a amorcé une baisse au deuxième trimestre 2015, partiellement compensée par une hausse au troisième trimestre : avec un pétrole à moins de 50 \$ le baril, la rentabilité des nouveaux puits américains n'est pas assurée et entraîne la chute du nombre de nouveaux forages (*graphique 2*). À l'inverse, la production de l'OPEP a continué de progresser jusqu'au troisième trimestre 2015, notamment en Arabie Saoudite et en Irak.

1 - Prix du Brent en € et en \$



Source : Macrobond

Développements internationaux

Le déséquilibre se résorberait un peu d'ici mi-2016

L'offre mondiale marquerait le pas au cours des prochains trimestres. Elle s'établirait à 96,2 millions de barils par jour (Mbpj) mi-2016, soit 0,2 Mbpj de moins que son niveau de l'été 2015 (données corrigées des variations saisonnières, *graphique 3*). D'une part, l'offre américaine s'infléchirait à nouveau. D'autre part, l'offre de l'OPEP ne progresserait que modérément au quatrième trimestre 2015 puis au premier semestre 2016 : l'Irak, notamment, ne pourrait soutenir à court terme le rythme de production atteint à l'été.

Selon les prévisions de l'AIE, la demande croîtrait faiblement au quatrième trimestre 2015, du fait des pays de l'OCDE. Elle se redresserait plus nettement au premier semestre 2016, surtout du fait d'un rebond attendu de la demande en Chine. Ainsi, l'offre et la demande continueraient de se rapprocher.

Incertitudes sur l'offre en 2016

Par convention, le cours du baril de pétrole brut est maintenu en prévision à 45 \$, près de son niveau moyen de novembre. Les aléas sur le prix sont forts : à la hausse si la production américaine baisse plus que prévu et à la baisse si la production iranienne se redresse plus rapidement qu'anticipé.

De son côté, la production américaine a diminué au deuxième trimestre 2015 et elle baisserait à nouveau d'ici le deuxième trimestre 2016. Mais

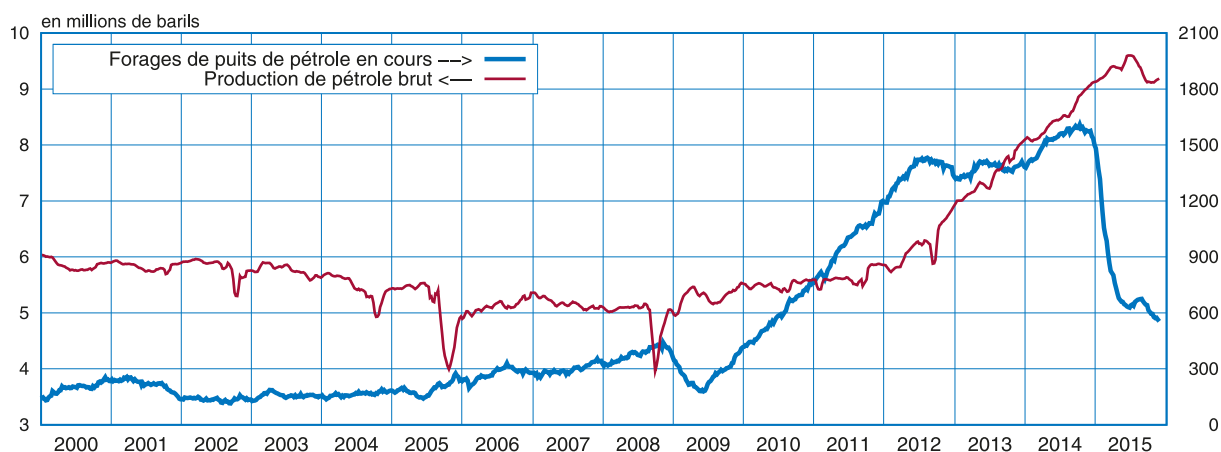
l'ampleur du recul paraît encore modérée au vu de la chute récente du nombre de forages. L'augmentation de la productivité des puits et la bonne couverture financière des exploitants a permis de maintenir la production. Néanmoins, le seuil de rentabilité à court terme des forages américains non conventionnels se situe autour de 70 \$ le baril. Les États-Unis pourraient jouer leur rôle de producteur marginal en abaissant plus fortement encore leur production d'ici mi-2016. L'excédent d'offre se résorberait alors davantage.

À l'inverse, avec la levée de l'embargo convenue dans le cadre des accords sur le nucléaire de juillet 2015, la production iranienne pourrait augmenter bien plus que prévu et atteindre 3,6 Mbpj dès mars 2016 (contre 2,9 Mbpj en octobre 2015) ; dans ce cas, le marché resterait largement excédentaire.

La baisse des prix des matières premières industrielles est plus marquée que celle des matières premières agricoles

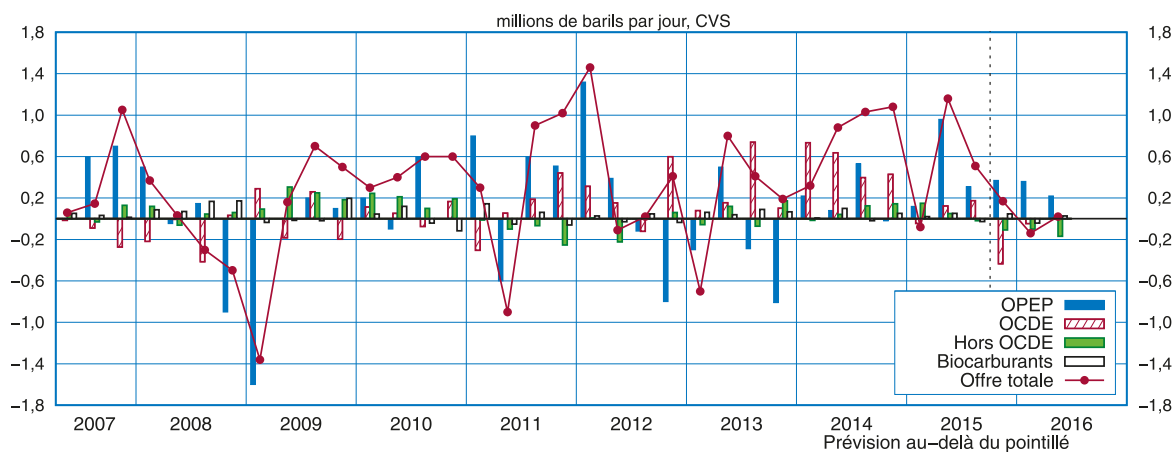
Au troisième trimestre 2015, les prix en euros des matières premières hors énergie continuent de baisser : -6,5 % après -1,4 % au deuxième trimestre (*graphique 4*). Les prix des matières premières industrielles diminuent fortement (-10,1 %) : les prix baissent de 12,8 % pour les métaux non ferreux et de 8,8 % pour les métaux ferreux. La baisse est moins marquée pour les matières agro-industrielles (-5,0 %). Le prix des matières premières alimentaires a reculé de 1,2 %.

2 - Production de pétrole et forages aux États-Unis

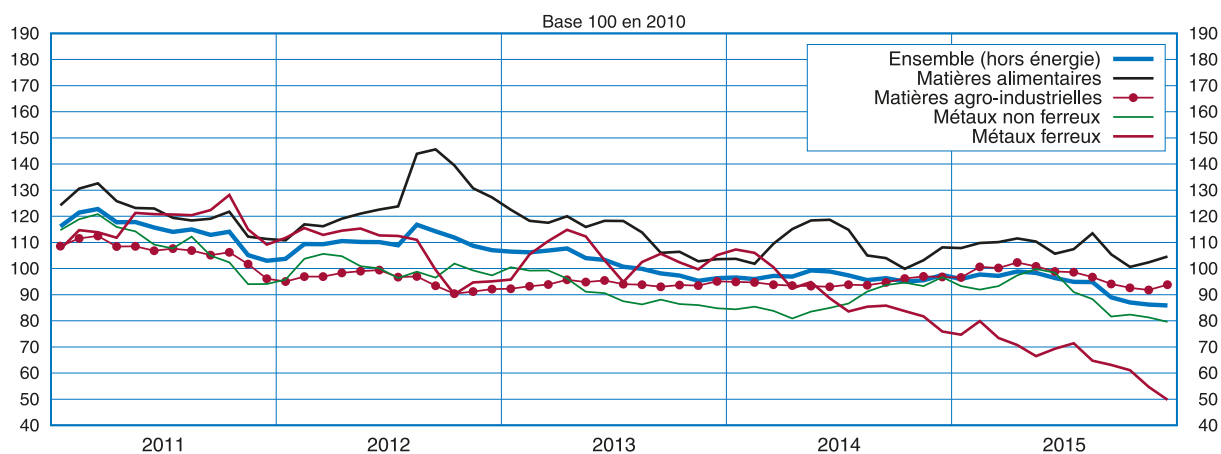


Sources : Agence internationale de l'énergie, Baker Hughes

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



4 - Indice des prix des matières premières en euros



Marchés financiers

Divergence des politiques monétaires, convergence des taux en Europe

La divergence des politiques monétaires de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) s'accroîtrait au cours des prochains mois. La Fed amorcerait un léger resserrement de sa politique monétaire en relevant son taux directeur d'ici le deuxième trimestre 2016. Cette décision s'appuierait sur un marché du travail dynamique et une perspective d'inflation proche de sa cible de 2 %. De son côté, la BCE a annoncé une amplification de son programme d'assouplissement quantitatif lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 3 décembre. Cette divergence contribuerait à maintenir l'euro proche de son plus bas niveau vis-à-vis du dollar depuis 2003, autour de 1,08 dollar pour 1 euro.

Dans la zone euro, la fragmentation financière continue de se réduire tant sur le crédit aux entreprises que sur les taux souverains. Le marché du crédit en zone euro renoue avec la croissance après plusieurs années de recul, notamment en Italie et en Espagne. En parallèle, les taux d'emprunt bancaires des entreprises diminuent et, de plus, convergent. Les taux souverains des pays de la zone euro restent relativement bas depuis début 2015. Depuis l'été, le taux d'emprunt à 10 ans de la France est quasi stable autour de 1 %.

La Fed relèverait ses taux directeurs avec modération

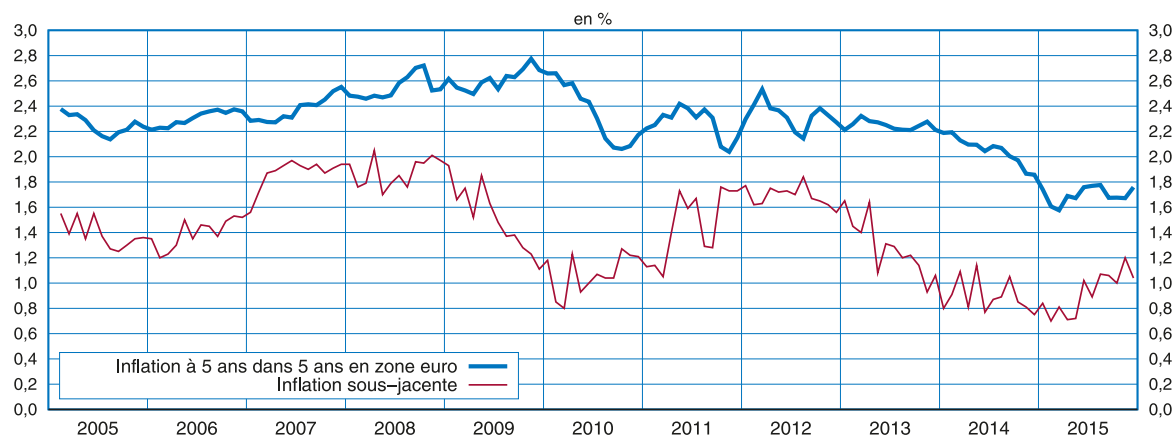
La Fed relèverait ses taux directeurs de 0,25 % à 0,50 % d'ici juin 2016. Cette hausse, quantitativement modeste, serait la première depuis 2008. Elle se justifie par la bonne santé du marché du travail américain – en octobre, le chômage est à 5,0 % – et les perspectives à court terme d'inflation. En effet, même si l'inflation courante reste faible sous l'effet de la chute des prix du pétrole, cet effet ne serait que transitoire : l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie, est proche de la cible d'inflation de 2 % de la Fed.

Face à une inflation qui reste faible, la BCE amplifie son programme d'assouplissement quantitatif

Dans la zone euro, la faible inflation a mené la BCE à amplifier sa politique d'assouplissement monétaire. En effet, depuis le début de l'année, l'inflation est quasi nulle tandis que l'inflation sous-jacente fluctue en dessous de 1 %. Les anticipations d'inflation à moyen terme mesurées sur les marchés financiers se maintiennent entre 1,6 % et 1,8 %, et sont inférieures à la cible de 2 % de la BCE (*graphique 1*).

Ce nouvel assouplissement s'est concrétisé par une extension du programme d'achat de titres au-delà du terme prévu (mars 2017 au lieu de septembre 2016). Un nouvel abaissement du taux

1 - Anticipations d'inflation dans la zone euro



Source : Macrobond

Développements internationaux

de facilité de dépôt, déjà en territoire négatif, a également été décidé.

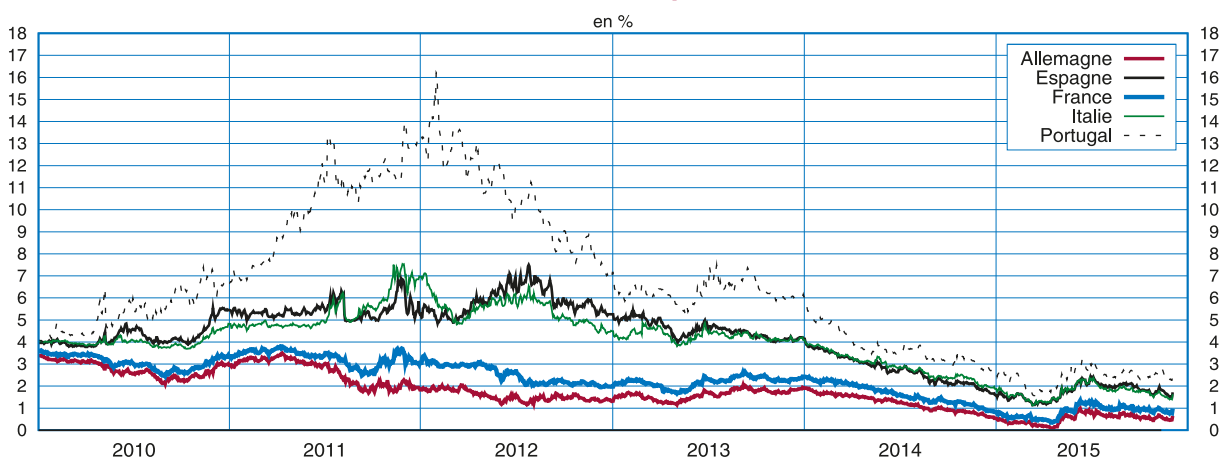
Les écarts de taux souverains se stabilisent

Les écarts de taux entre les dettes souveraines de la zone euro, hors Grèce, sont globalement stables depuis début 2015 (*graphique 2*). Le coût de financement de la Grèce reste largement supérieur à celui des autres pays de la zone, se situant environ 7 points au-dessus du taux allemand ; cependant, il s'est réduit au troisième trimestre 2015. Les taux allemand et français sont remontés à partir de mai après un creux en avril. Depuis l'été, ils sont quasi stables, autour de 0,5 % pour le taux souverain allemand à 10 ans et de 1,0 % pour le taux souverain français.

Dans la zone euro, le crédit repart, les taux privés convergent

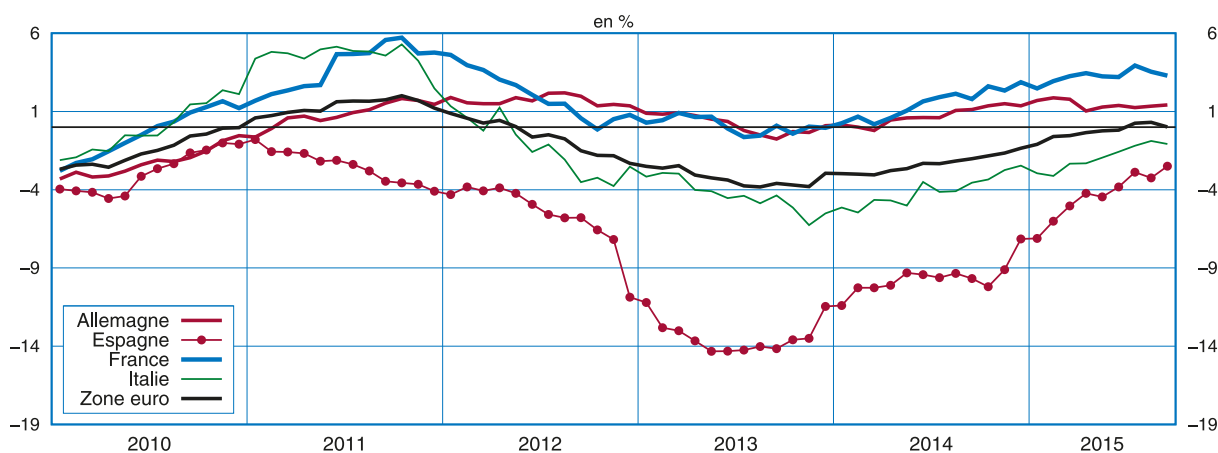
Dans la zone euro, les encours de crédit aux entreprises croissent à nouveau légèrement fin 2015, après plusieurs années de diminution (*graphique 3*). En France, le crédit continue d'augmenter (+3,3 % au deuxième trimestre et +3,6 % au troisième trimestre 2015). En Italie et en Espagne, si les tendances perdurent, les encours de crédit pourraient à nouveau progresser début 2016. La reprise des volumes du marché du crédit s'accompagne d'une baisse des taux d'intérêt dans ces deux pays. De fait, les coûts d'emprunt des entreprises des pays périphériques continuent de converger vers ceux des pays du cœur de la zone (*graphique 4*).

2 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Banque centrale européenne

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



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

Sur les marchés boursiers, les turbulences de l'été se sont résorbées

Depuis septembre, la bourse de Shanghai s'est stabilisée à un niveau proche de celui du début d'année, après avoir fortement décroché durant l'été. L'indice de référence des bourses des pays émergents, le « MSCI EM », a été directement touché par les turbulences chinoises : en octobre, l'indice MSCI en dollars se situe 10 % en dessous de son niveau de janvier 2015, même si cette diminution s'explique en partie par la dépréciation des monnaies des pays émergents vis-à-vis du dollar.

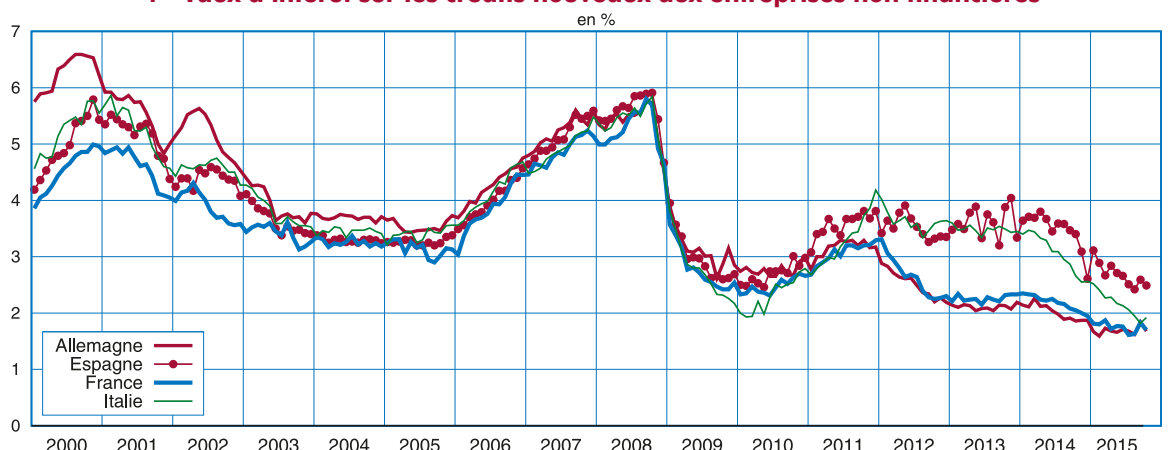
Dans les pays avancés, les bourses sont globalement orientées à la hausse après avoir été affectées par les turbulences sur les marchés émergents durant l'été. Ce regain s'accompagne d'une moindre volatilité des indices boursiers.

La stabilité de l'euro est étroitement liée aux annonces des politiques monétaires

Depuis que la BCE a mis en œuvre sa politique d'assouplissement quantitatif, l'euro s'est quasiment stabilisé face au dollar : il fluctue depuis lors entre 1,05 et 1,15 dollar. Par ailleurs, le taux de change effectif réel de la France a légèrement progressé au troisième trimestre 2015 du fait de la dépréciation du rouble russe et du yuan chinois (*graphique 5*).

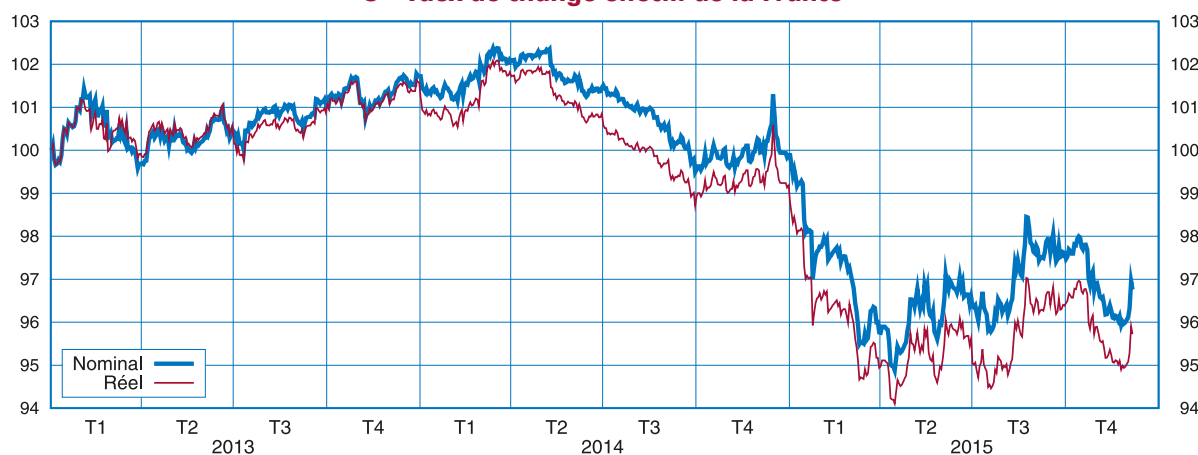
Le relèvement des taux américains (s'il se confirme), combiné à l'amplification de l'assouplissement quantitatif décidé par la BCE le 3 décembre 2015, conduirait à maintenir l'euro proche de son plus bas niveau depuis 2003. Dans cette *Note de conjoncture*, l'hypothèse conventionnelle de stabilité des taux de change d'ici mi-2016 se traduit par des taux de 1,08 dollar, 0,72 livre sterling et 133 yens pour 1 euro. Sous ces hypothèses, le taux de change effectif se replierait légèrement au quatrième trimestre. ■

4 - Taux d'intérêt sur les crédits nouveaux aux entreprises non financières



Source : Macrobond

5 - Taux de change effectif de la France



Source : Banque centrale européenne, calculs Insee

Zone Euro

Une croissance plus homogène au sein de la zone

Au troisième trimestre 2015, l'activité a légèrement ralenti dans la zone euro (+0,3 % après +0,4 %), du fait notamment des économies allemande (+0,3 % après +0,4 %), italienne (+0,2 % après +0,3 %) et espagnole (+0,8 % après +1,0 %).

L'activité accélérerait légèrement d'ici le deuxième trimestre 2016 (+0,4 % par trimestre), dans le sillage d'une demande intérieure stimulée par la progressive reprise de l'emploi et de l'investissement.

En moyenne sur l'année, la croissance atteindrait +1,5 % en 2015, après +0,9 % en 2014. L'accélération est largement acquise en 2015 pour la France, l'Italie et l'Espagne. Elle est notamment portée par le regain de pouvoir d'achat des ménages et, partant, par leur consommation, mais également par le redémarrage de l'investissement en Italie. L'Allemagne, quant à elle, conserverait quasiment le dynamisme retrouvé en 2014 (+1,5 % après +1,6 %). Mi-2016, l'acquis de croissance pour la zone euro serait de +1,2 %.

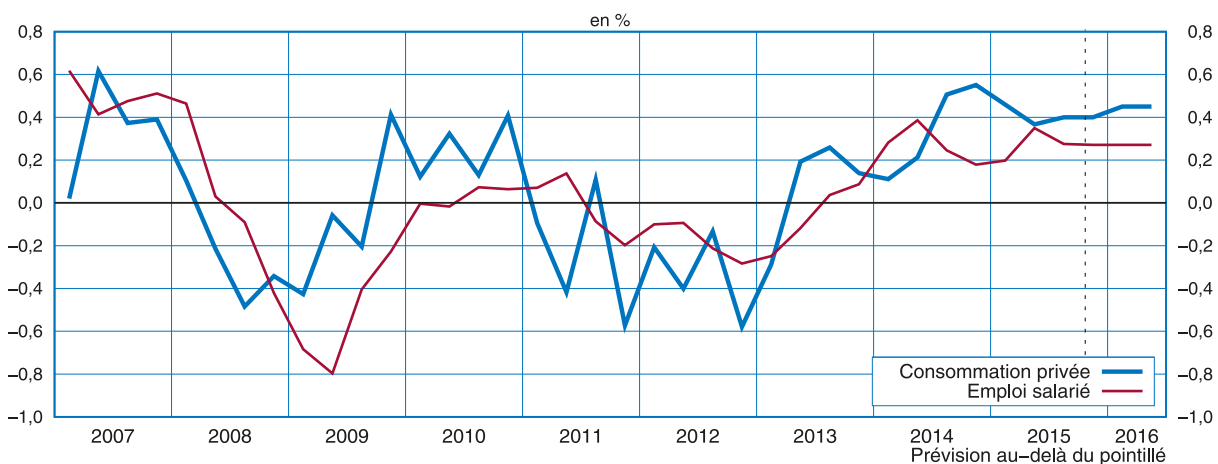
Au troisième trimestre 2015, l'activité a légèrement ralenti

Dans la zone euro, la reprise a légèrement fléchi au troisième trimestre 2015, l'activité croissant de 0,3 % après +0,4 % au deuxième trimestre. À l'exception de la France – où des facteurs temporaires avaient conduit à une stagnation de l'activité au deuxième trimestre – l'activité des principaux pays de la zone euro a légèrement ralenti au troisième trimestre, notamment en Italie (+0,2 % après +0,3 %), en Allemagne (+0,3 % après +0,4 %) et en Espagne (+0,8 % après +1,0 %). Ce fléchissement est notamment dû à un trou d'air dans les exportations de la zone euro, qui serait temporaire. En outre, en Espagne, la dynamique de rattrapage de l'investissement en équipement s'essouffle.

L'activité accélérerait légèrement, portée par la consommation des ménages

Le climat des affaires reste favorable, et l'activité reprendrait son rythme de début d'année dès le quatrième trimestre 2015 (+0,4 % par trimestre). Elle serait surtout portée par la consommation privée (+0,4 % par trimestre jusqu'à mi-2016), elle-même stimulée par des gains de pouvoir d'achat. D'une part, l'emploi continuerait de progresser à un rythme relativement rapide d'ici le deuxième trimestre 2016 (+0,3 % par trimestre, *graphique 1*), comme depuis plus d'un an.

1 - Emploi salarié et consommation privée



Source : Eurostat

Développements internationaux

De ce fait, le chômage baisserait de nouveau : au deuxième trimestre 2016, le taux de chômage s'établirait à 10,4 % (contre 11,5 % fin 2014). D'autre part, le pouvoir d'achat des ménages serait soutenu par le progressif redressement des salaires, et par la diffusion de la récente baisse des prix du pétrole.

L'investissement repartirait au quatrième trimestre

L'investissement en équipement contribuerait également à l'accélération de la demande intérieure. Après deux trimestres maussades, il progresserait de 1,2 % au quatrième trimestre 2015, puis de 1,0 % par trimestre début 2016. L'investissement se reprendrait en Italie, et resterait encore dynamique en Espagne, bien qu'en ralentissement. Les dispositifs de suramortissement soutiendraient également l'investissement en équipement en France et en Italie.

L'investissement en construction repartirait progressivement : après une stabilité fin 2015, il augmenterait de 0,4 % par trimestre début 2016. Il croîtrait à un rythme soutenu en Espagne, plus modéré en Allemagne, tandis qu'il se stabiliserait en Italie et en France.

Les exportations rebondiraient

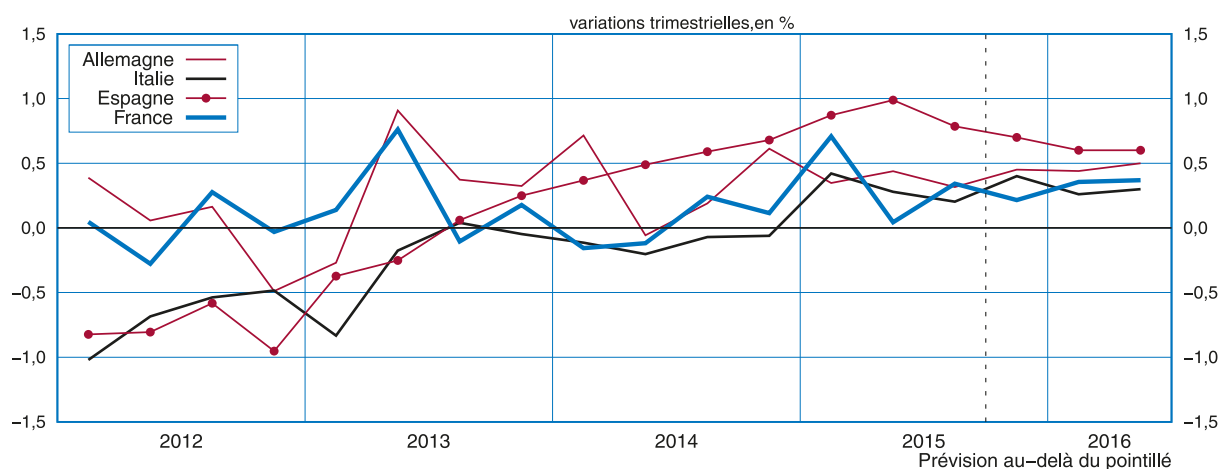
Les exportations de la zone euro rebondiraient au quatrième trimestre 2015 (+1,3 % après +0,2 %). Début 2016, elles continueraient de bénéficier de la dépréciation passée de l'euro et de la hausse de

la demande mondiale, et croîtraient de 1,0 % par trimestre. Les importations accéléreraient au quatrième trimestre (+1,2 % après +0,9 %), puis resteraient vigoureuses au premier semestre 2016 (+1,1 % par trimestre), dans le sillage de la demande intérieure. Ainsi, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait légèrement positive au quatrième trimestre 2015 (+0,1 point), par contrecoup du troisième trimestre, puis deviendrait neutre au premier semestre 2016. Au total sur l'année 2015, les exportations croîtraient de 5,0 % (après +4,1 % en 2014) et les importations augmenteraient de 5,3 % (après +4,5 % en 2014), des progressions qui contrastent avec la hausse plus modeste du commerce mondial, attendue à +1,2 %.

La divergence conjoncturelle se réduit entre pays de la zone euro

Avec la fin de la dynamique de rattrapage en Espagne (+0,7 % au quatrième trimestre 2015 puis +0,6 % par trimestre début 2016), les rythmes de croissance des principaux pays de la zone euro se rapprocheraient progressivement, signe d'une diffusion plus homogène de la reprise en zone euro (*graphique 2* et *encadré*). En particulier, l'économie italienne croîtrait à une allure comparable (entre +0,3 % et +0,4 % par trimestre) à celle attendue en France (+0,2 % au quatrième trimestre puis +0,4 % par trimestre) comme en Allemagne (+0,4 % fin 2015 et début 2016 puis +0,5 % au deuxième trimestre 2016). ■

2 - Croissance du PIB en zone euro



Source : Eurostat

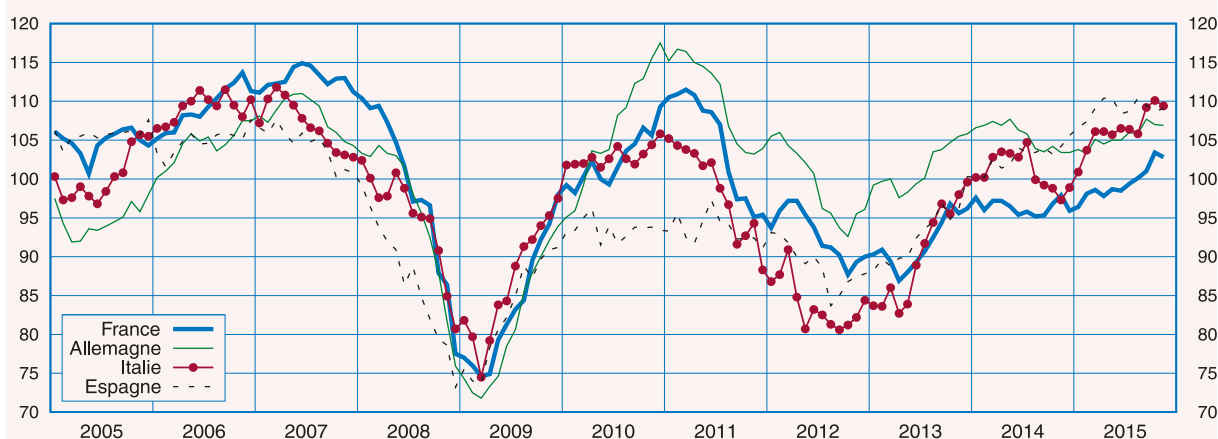
Des écarts de climat des affaires aux différentiels de croissance

Les climats des affaires estimés et publiés par la Commission européenne (DG ECFIN) sont homogénéisés. Cette standardisation porte sur la moyenne et l'écart-type de longue période de chacun des pays. Elle permet de comparer la conjoncture relative à plusieurs pays (*graphique 1*). Néanmoins, les écarts ne peuvent pas s'interpréter directement comme des différentiels de croissance d'activité telle que mesurée dans les comptes nationaux. D'une part, la croissance de longue période n'est pas identique entre les pays. Ainsi, selon Rioust de Largentaye *et al.*¹, la référence à 100 des climats des affaires correspond depuis 2000 à une croissance trimestrielle moyenne de +0,4 % en Allemagne, de +0,3 % en France et de +0,1 % en Italie. D'autre part, le lien entre le climat des affaires et l'activité n'est pas nécessairement stable

dans le temps. Ainsi, en Allemagne, l'activité est relativement décevante étant donné le climat des affaires depuis trois ans (*graphique 2*), ce qui reflète probablement le net affaïssement de sa croissance potentielle du fait de ses évolutions démographiques. Au total, bien que le climat des affaires soit plus faible en France que dans les autres principaux pays de la zone euro, la croissance de l'économie française leur serait comparable, le potentiel de l'économie y étant légèrement plus élevé, du fait notamment de sa démographie. ■

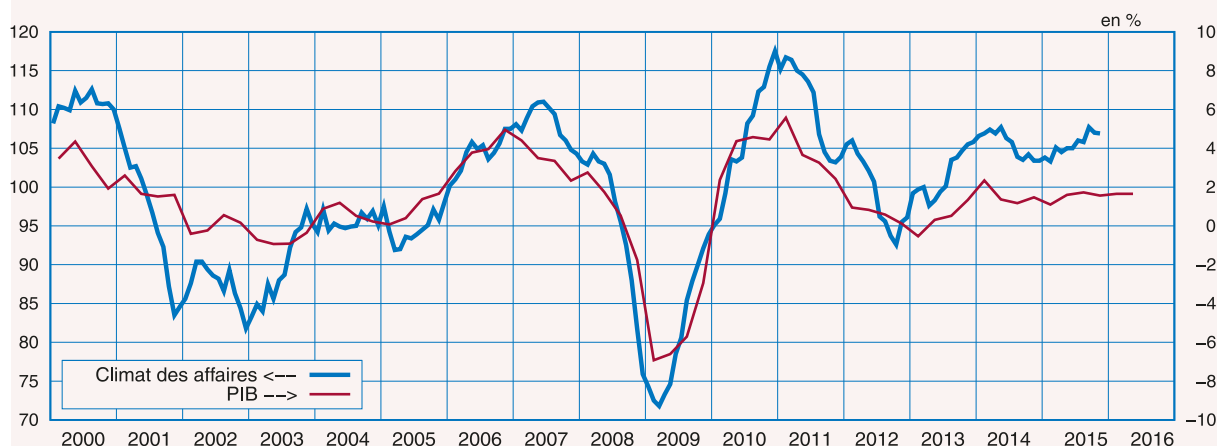
1. T. Rioust de Largentaye et D. Roucher, « Comment traduire les climats des affaires en termes de croissance ? », *Trésor-Eco* n°151, août 2015.

1 - Climat des affaires dans la zone euro



Source : Commission européenne (DG ECFIN)

2 - Climat et évolution du PIB en Allemagne



Source : Destatis, Commission européenne