

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

Le cours du pétrole chute

Depuis l'été 2014, le prix du pétrole a chuté, passant de 111,8 \$ le baril en juin (82,2 €) à 78,4 \$ (62,9 €) en novembre, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2010. La baisse résulte en partie de la diminution des tensions sur le marché physique, avec une demande peu soutenue face à une offre relativement abondante. Au quatrième trimestre 2014 et au premier semestre 2015, la demande croîtrait faiblement dans un contexte économique relativement peu dynamique. Dans le même temps, l'offre augmenterait de nouveau en moyenne à l'horizon de la prévision : la baisse au quatrième trimestre 2014 serait plus que compensée par un rebond au premier trimestre 2015.

Le prix du baril, figé en prévision à 70 \$, est toutefois soumis à plusieurs aléas : dans un contexte d'offre supérieure à la demande, il risque de continuer de baisser à court terme. À l'inverse, toute rupture d'approvisionnement en provenance de certains pays producteurs fragilisés (Irak, Libye, Nigéria, etc.) pourrait pousser à nouveau le prix à la hausse.

Le prix du pétrole a chuté depuis l'été

Depuis l'été 2014, le cours du pétrole a chuté, passant de 111,8 \$ (82,2 €) le baril en juin à 78,4 \$ (62,9 €) en novembre, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2010 (graphique 1). Trois facteurs peuvent expliquer ce recul. Tout

d'abord, la progression de la demande reste inférieure à 0,4 million de barils par jour (Mbpj) en moyenne trimestrielle, soit un rythme inférieur à celui observé depuis 2010. Du côté de l'offre, la progression est restée en moyenne supérieure à celle de la demande depuis l'été 2013, soutenue notamment par les sources non conventionnelles.

Au-delà de cette détente sur les marchés physiques, la chute des cours résulte également d'une révision à la baisse des anticipations de demande, notamment de la Chine et des pays émergents, qui semblent durablement inférieures aux prévisions du premier semestre.

Un troisième facteur est celui de l'atténuation des tensions géopolitiques. Dans la crise ukrainienne, les sanctions commerciales réciproques annoncées durant l'été n'ont pas explicitement porté sur les produits énergétiques. La Russie notamment n'a pas réduit ses exportations de pétrole qui représentent une part importante de son revenu national. Par ailleurs, en Libye et en Irak, la production a augmenté au troisième trimestre malgré les tensions géopolitiques.

La demande augmenterait faiblement au quatrième trimestre 2014 puis au premier semestre 2015

Au quatrième trimestre 2014, la demande croîtrait faiblement (+0,3 Mbpj en données CVS), dans un contexte économique mondial peu dynamique

1 - Prix du Brent en € et en \$



Source : Macrobond

Développements internationaux

(graphique 2). Elle serait notamment en baisse dans les pays de l'OCDE et en hausse relativement moins importante que sa tendance en Chine. Puis, au premier semestre 2015, la demande continuerait d'augmenter au même rythme lent (+0,3 Mbpj par trimestre), soutenue par la Chine (+0,1 Mbpj) et les autres pays émergents (+0,3 Mbpj).

Au quatrième trimestre 2014, la production mondiale baisserait légèrement (-0,3 Mbpj en moyenne sur le trimestre en données corrigées des variations saisonnières), surtout dans les pays de l'Opep (graphique 3). Au premier trimestre 2015, l'offre rebondirait significativement (+0,8 Mbpj), portée par le pétrole non conventionnel américain (+0,4 Mbpj) et par le liquide de gaz naturel des pays de l'Opep (+0,2 Mbpj). Puis elle ralentirait au deuxième trimestre (+0,3 Mbpj) ; la production continuerait d'augmenter aux États-Unis (+0,2 Mbpj), tandis qu'elle stagnerait dans les pays de l'Opep.

Le prix du baril de Brent fluctuerait autour de son dernier cours observé (70 \$ le baril)

Le prix du baril de Brent est conventionnellement figé en prévision à son dernier cours observé (70 \$ début décembre 2014). Dans un contexte d'offre abondante et de demande peu soutenue, sa baisse pourrait toutefois se poursuivre à court terme, même si plusieurs facteurs devraient la limiter.

Tout d'abord, un cours inférieur à 80 \$ ne serait pas soutenable à moyen terme pour la majorité des producteurs de pétrole. D'une part, le coût de production de pétrole non conventionnel aux États-Unis dépasse le seuil des 80 \$ dans certaines zones de production. D'autre part, les pays de l'Opep ont établi leurs budgets avec des prévisions de prix supérieures au niveau actuel : face à une

baisse persistante des prix, le cartel pourrait donc finir par se mettre d'accord pour abaisser sa production afin de rehausser le cours du baril.

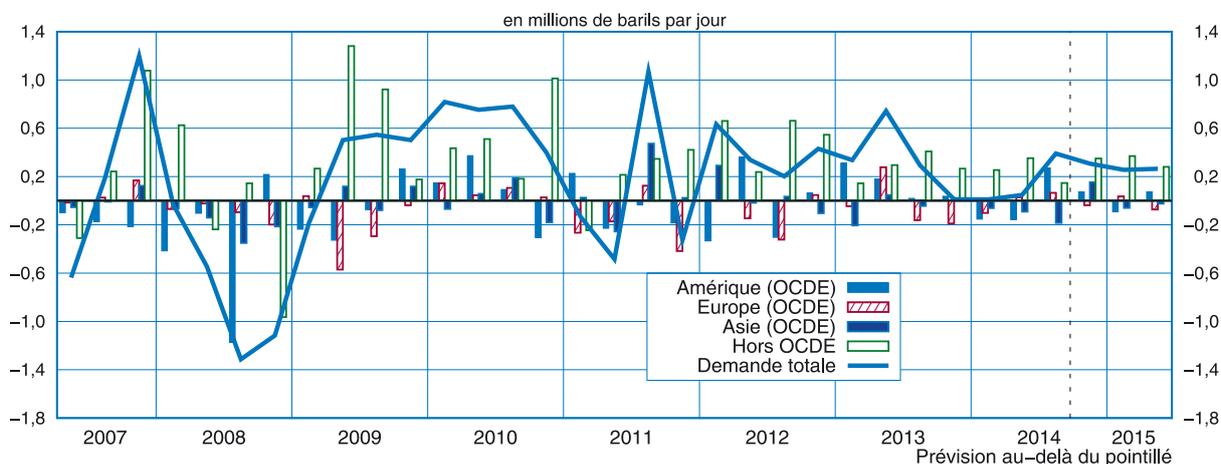
De plus, la restauration des capacités productives de l'Irak et de la Libye reste largement dépendante de facteurs géopolitiques. De même, les tensions internationales générées à la fois par la crise ukrainienne et par les difficultés à trouver un accord définitif sur le nucléaire iranien pourraient s'accroître à nouveau, et dès lors, avoir un effet haussier sur le prix du pétrole.

Au troisième trimestre 2014, les cours des matières premières industrielles se sont redressés

Les cours en euros des matières premières hors énergie ont augmenté de 5,0 % au troisième trimestre et ont rejoint en septembre 2014 leur plus haut niveau depuis mars 2013 (graphique 4). Les matières premières agro-industrielles, notamment, ont augmenté de 4,9 %, du fait de la forte hausse des cours de pâte à papier et de bois sciés. Les cours des matières minérales ont aussi augmenté au troisième trimestre (+5,9 %). En particulier, le cours du nickel a bondi à la fin du trimestre : les opérateurs craignent que les Philippines n'interdisent l'exportation de minerai brut dans le but de développer une filière locale de retraitement, sur le modèle indonésien.

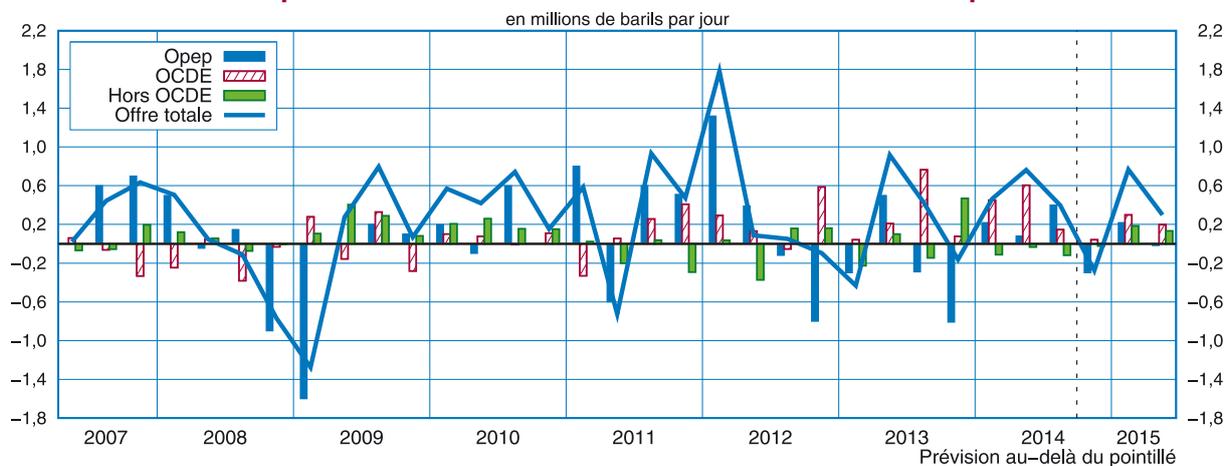
Le prix des matières premières agricoles a également augmenté au troisième trimestre (+4,1 %) sous la poussée des prix des oléagineux et des denrées tropicales. Ces derniers ont notamment reflété la hausse du cours de l'arabica, en lien avec la crainte d'une chute de la production brésilienne après une sécheresse historique. ■

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

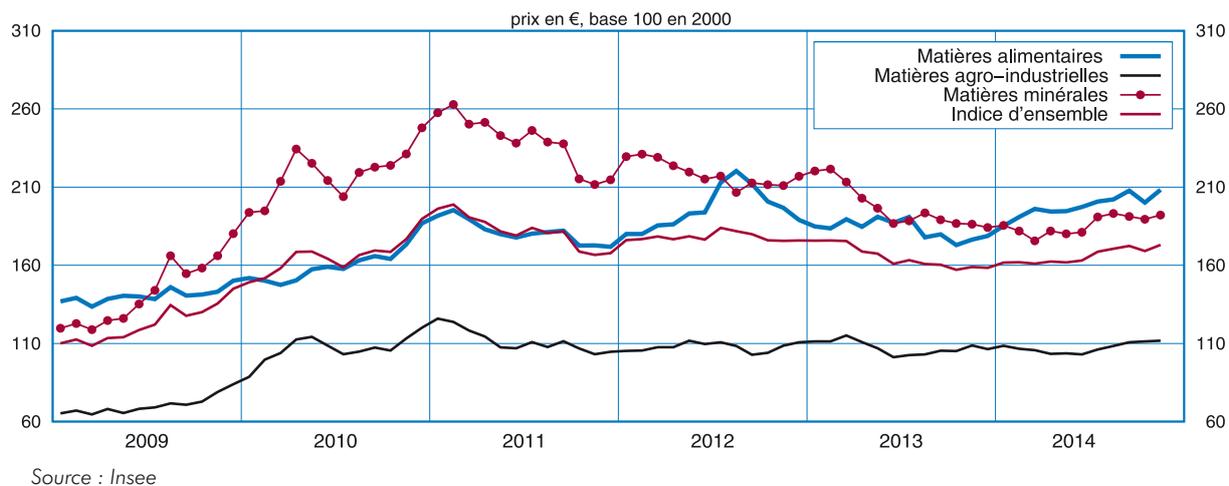


Source : AIE

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



4 - Cours des matières premières



Marchés financiers

La BCE et la BoJ mettent le pied sur l'accélérateur

Après six années de politiques monétaires non conventionnelles, la Réserve fédérale des États-Unis a mis fin à son assouplissement quantitatif et prépare la hausse de son taux directeur dans un contexte de reprise robuste de l'activité et d'amélioration régulière du marché de l'emploi.

Dans le même temps, pour sortir plus fermement le pays de sa longue spirale déflationniste, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé une nouvelle accélération de sa base monétaire. Par ailleurs, la BCE, confrontée à la faiblesse de l'inflation en zone euro, commence à mettre en œuvre les opérations d'achat de titres et de refinancement de très long terme annoncées en juin et septembre.

Ces nouvelles mesures visent à stimuler le marché du crédit, qui reste anémié dans la zone euro. Les conditions de financement souverain se sont encore améliorées : en novembre 2014, le taux des emprunts allemands à 10 ans a atteint pour la première fois 0,7 %. En parallèle, la dépréciation de l'euro face au dollar s'est atténuée après une nette baisse durant l'été.

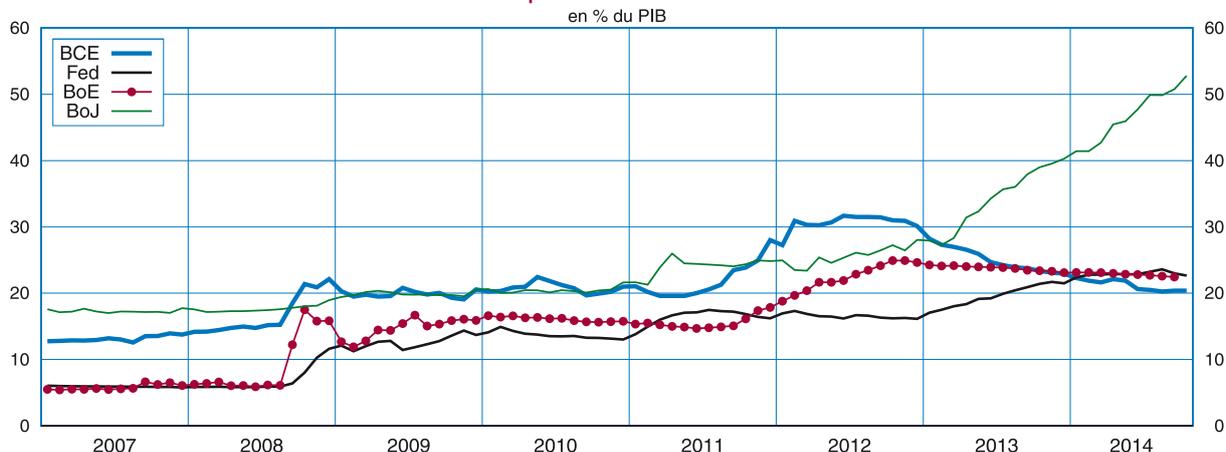
Les hypothèses conventionnelles de stabilité des taux de change d'ici la fin du premier semestre 2015 sont de 1,23 dollar, 148 yens et 0,79 livre pour 1 euro.

La politique monétaire se normalise aux États-Unis, mais s'assouplit dans la zone euro

La Réserve fédérale a arrêté ses achats de titres fin octobre 2014, marquant ainsi la fin du troisième assouplissement quantitatif et des politiques non conventionnelles démarrées en 2008. Ce changement était largement anticipé et n'a pas créé de tensions sur les marchés. Le taux directeur de la Fed est resté inchangé à 0,25 %, la dernière baisse de taux datant de septembre 2009. Une modification de cette politique est désormais conditionnée à une amélioration substantielle du marché du travail considéré dans son ensemble – la Réserve fédérale prend notamment en compte la faiblesse persistante du taux d'activité en plus du taux de chômage.

Après une première baisse de 0,25 % à 0,15 % en juin, la BCE a ramené son taux directeur à 0,05 % début septembre. Comme annoncé, elle a commencé à l'automne à racheter des obligations (*covered bond purchase programme*) émises par des institutions financières et des titres adossés à des créances d'entreprises non financières (*ABSPP - asset-backed securities purchase programme*) pour faciliter la transmission du crédit. Dans le même temps, elle a mis en œuvre les opérations de refinancement de très long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*). La première

1 - Taille des bilans des grandes banques centrales
Dernier point : novembre 2014



Source : Banques centrales

Développements internationaux

étape des TLTRO, en septembre, n'a pas remporté le succès attendu à l'aune de ce que les banques européennes pouvaient emprunter. Par ailleurs, les banques ont utilisé une partie de ces TLTRO pour rembourser de manière anticipée les LTRO arrivant à échéance fin 2014. Déduction faite de ces remboursements anticipés, ces opérations de refinancement de long terme ont permis d'augmenter le bilan de la BCE d'environ 40 Mds€, pour un objectif affiché de 1 000 Mds€ pour l'ensemble des mesures (*graphique 1*).

Au Japon, la politique monétaire volontariste, initiée début 2013 dans le but de sortir le pays de la déflation, a conduit à une importante dépréciation du yen (-22 % entre décembre 2012 et janvier 2014) et à une augmentation concomitante de l'inflation importée. L'inflation a également augmenté du fait de la hausse de la TVA en avril dernier. Pour significative qu'elle soit, l'ampleur de la hausse de l'inflation n'est pas jugée suffisante (à +2,9 % en octobre 2014 alors que, d'après la BoJ, elle s'établirait à +1,0 % en l'absence de hausse de la TVA) et le Japon est à nouveau entré en récession au troisième trimestre. La banque centrale a ainsi annoncé fin octobre une nouvelle accélération de sa

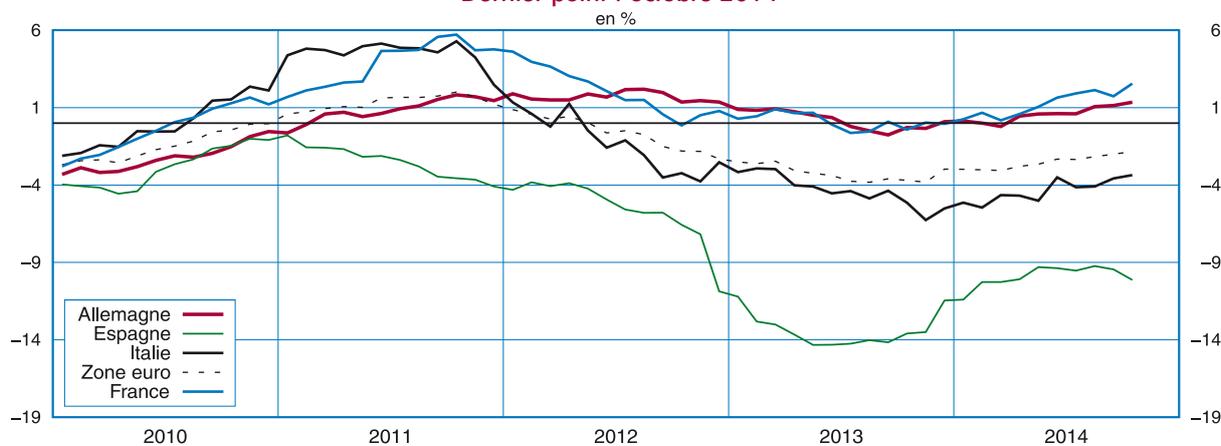
base monétaire, à un rythme annuel de 80 000 Mds¥ (environ 15 % du PIB par an), contre 60 000 à 70 000 Mds¥ précédemment.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5 % et conserve encore un stock important – mais inchangé depuis l'été 2012 – de titres du Trésor britannique (375 Mds£, soit 20 % du PIB environ) dont elle reverse les intérêts perçus au Trésor.

Dans la zone euro, la demande de crédit reste atone

Les nouvelles mesures de la BCE devraient permettre de stimuler le marché du crédit, qui reste anémié, en partie en raison de l'atonie de la demande, les agents privés non financiers continuant de se désendetter. Le désendettement des entreprises en zone euro – caractérisé par une baisse des encours de crédit, particulièrement prononcée en Italie et surtout en Espagne – s'est en effet poursuivi au troisième trimestre 2014, bien qu'à un rythme un peu moins prononcé qu'à la fin 2013 (*graphique 2*). Les encours de crédit ont même légèrement augmenté en France et en Allemagne.

2 - Croissance annuelle de l'encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro Dernier point : octobre 2014



Source : Banque centrale européenne

3 - Taux souverains à 10 ans Dernier point : 8 décembre 2014



Source : Macrobond

Développements internationaux

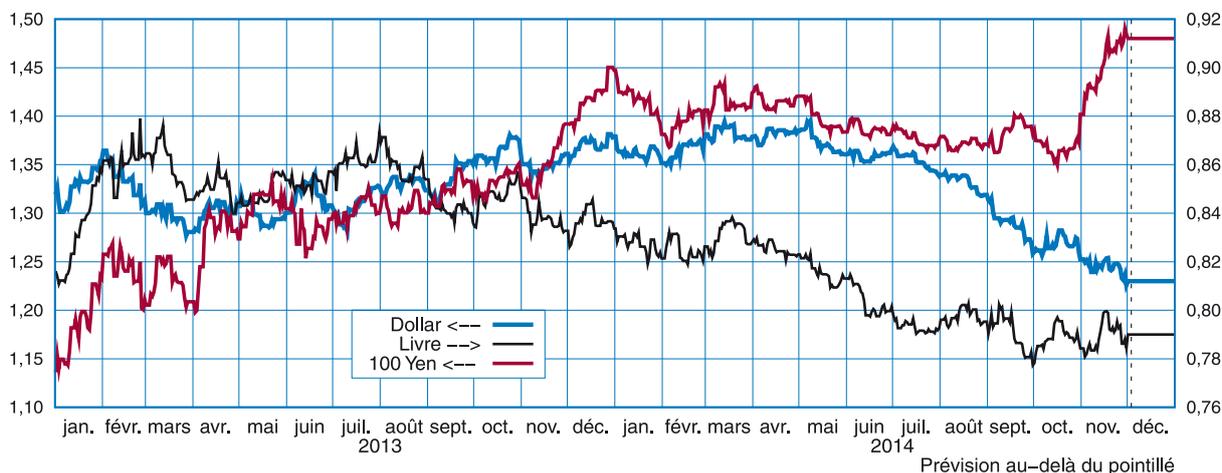
Les taux souverains allemands et français continuent de baisser

L'Allemagne et la France bénéficient de conditions d'emprunt de plus en plus avantageuses, tandis que les taux des États-Unis et du Royaume-Uni baissent légèrement depuis le début de l'année (graphique 3). Dans le même temps, la plupart des pays touchés par la crise de la dette souveraine de 2011 retrouvent des conditions d'endettement plus favorables : les taux souverains espagnols et italiens à 10 ans ont continué de diminuer (ils se situent début décembre 2014 autour de 1,8 % et 2,0 % respectivement), tandis que le Portugal confirme son retour sur les marchés obligataires. En revanche, la situation grecque semble encore inquiéter les marchés.

L'euro baisse à la suite des annonces de la BCE

À la suite des mesures d'assouplissement annoncées par la BCE, l'euro a commencé à baisser face à la livre et au dollar (graphique 4). Début décembre, il s'établit autour de 1,23 dollar pour 1 euro. Dans le même temps, l'annonce de la Banque du Japon d'accélérer la création monétaire a entraîné la chute du yen. Par ailleurs, les autorités chinoises ont laissé le yuan s'apprécier à nouveau depuis juin dernier. Début décembre, il est revenu à son niveau d'avril 2014. ■

4 - Taux de change de l'euro
Dernier point : 8 décembre 2014



Source : Banque centrale européenne

Les tests de résistance et l'Union bancaire renforcent le secteur bancaire de la zone euro

La crise de la dette souveraine dans la zone euro a mis en évidence les problèmes issus des liens étroits entre finances publiques et secteur bancaire : les États ont dû recapitaliser ou garantir le passif de certaines banques à la suite de la crise de 2008, dégradant ainsi leur situation financière ; les bilans des banques qui, dans certains pays, sont d'importants créanciers des États, se sont à leur tour dégradés. Pour sortir de ce cercle vicieux, les États membres ont mis en place le mécanisme européen de stabilité (MES) pour aider les États en difficulté. En parallèle, les gouvernements ont convenu en juin 2012 de créer une Union bancaire, complémentaire de l'Union économique et monétaire et permettant une supervision centralisée des banques de la zone euro (et de tout État membre hors zone euro souhaitant adhérer au dispositif).

L'Union bancaire devrait permettre aux banques de voir leur crédibilité sur le marché dépendre davantage de leur profil de risque spécifique, et moins de la solidité financière de

l'État membre dans lequel elles sont établies. Enfin, l'objectif de l'Union bancaire est d'assurer durablement la stabilité du secteur bancaire au sein de la zone euro.

L'Union bancaire est organisée autour de 3 piliers

Le premier pilier de l'Union bancaire est le mécanisme de supervision unique (MSU). Depuis le 4 novembre 2014, la BCE prend en charge la supervision directe des 130 plus grandes banques de la zone euro. Jusqu'à cette date, l'ensemble des banques étaient à la charge des superviseurs nationaux, qui ne conservent désormais en direct que la supervision des banques restantes (la BCE assurant ultimement la supervision). En préalable au MSU, la BCE a lancé une opération de revue des actifs des banques complétée de tests de résistance conduits par l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Le deuxième pilier de l'Union bancaire concerne la résolution des crises bancaires. Le Mécanisme de résolution unique (MRU) mettra en œuvre le cadre européen harmonisé de résolution des banques défaillantes (directive BRRD) de manière centralisée au niveau de la zone euro et en limitant le coût pour les contribuables et pour l'économie réelle. Dans ce cadre sera mis en place un mécanisme de résolution faisant contribuer les créanciers obligataires, dit "bail in".

Enfin, le troisième pilier de l'Union bancaire serait la mise en place d'un fonds de garantie des dépôts. Depuis 1994, une directive européenne a instauré une couverture de base des dépôts bancaires. En 2009, une nouvelle directive a imposé une harmonisation progressive des montants garantis pour atteindre 100 000 euros fin 2010. La dernière étape serait la mise en place d'un fonds, mutualisé au niveau européen (toujours en cours de négociation).

Les règles prudentielles

La mise en place du MSU fait suite à la transposition en droit européen (paquet « CRD IV ») des accords internationaux de Bâle III à compter du 1^{er} janvier 2014. Dans cette optique est précisée la définition du noyau dur des fonds propres (Common equity Tier 1, c'est-à-dire les actions ordinaires et assimilées), à laquelle est associé le ratio CET1, rapport entre le noyau dur des fonds propres et des actifs pondérés par le risque (RWA) ; ce ratio doit, à tout moment, être au moins égal à 4,5 %, auquel est ajouté un volant de conservation de 2,5 %. Le ratio CET1 doit ainsi être supérieur à 7 % en temps normal. Lorsque le volant de conservation d'une banque sera inférieur à 2,5 %, elle sera limitée dans sa distribution de bénéfices pour reconstituer ce coussin de sécurité. À ces exigences sur les fonds propres s'ajoutent la mise en place d'un ratio de levier, l'amélioration de la gestion de la liquidité et un renforcement des exigences prudentielles concernant certains risques.

(1) Dans le scénario de référence, l'inflation de la zone euro était estimée à 1 % en 2014, 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Dans le scénario adverse des tests, l'inflation tombait à 0,6 % en 2015 et 0,3 % en 2016. Les prévisions actuelles sont en deçà de ces niveaux (cf. dossier «Le risque d'inflation négative est probable mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation»).

Avant d'assurer la supervision des plus grandes banques de la zone euro, la BCE a procédé à une évaluation complète de leurs bilans (AQR) et l'ABE à des tests de résistance (« stress tests »).

Évaluation du bilan des banques

Les actifs des 130 banques évaluées s'élevaient à 22 000 Mds€ au 31 décembre 2013, représentant 82 % des actifs bancaires totaux et environ 2,2 fois le PIB de la zone euro. Le champ couvert englobe les principales banques de la zone euro (dès que leur actif dépasse 30 Mds€, 20 % du PIB du pays d'origine, ou si la banque fait partie des trois plus importants établissements de crédit du pays) ; il est un peu plus large que celui des tests de 2011 (qui ne concernaient que 90 banques dans l'ensemble de l'Union européenne).

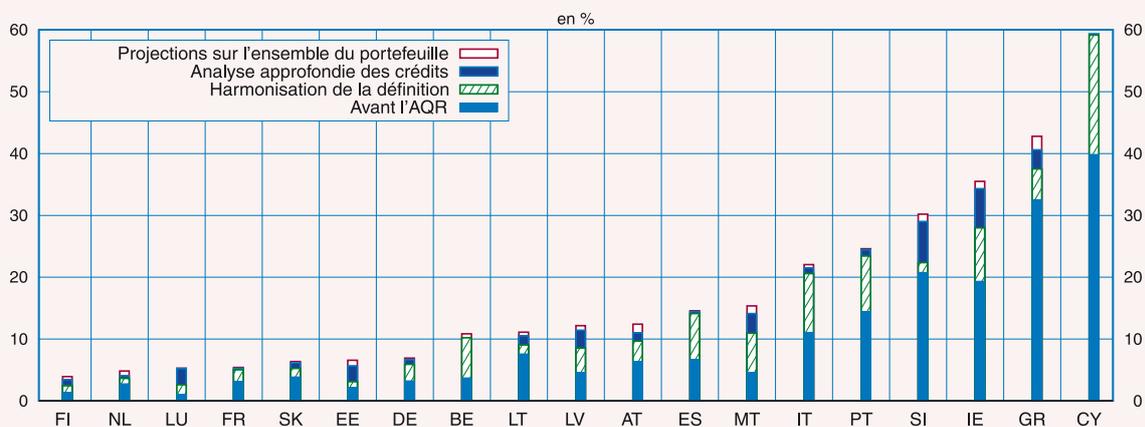
L'AQR a, en particulier, permis d'harmoniser et contrôler le classement des prêts non performants des banques (toute obligation échue depuis 90 jours, dépréciée ou en défaut). Au total, 136 Mds€ de prêts non-performants supplémentaires ont été identifiés (graphique 1) : 55 Mds€ via l'harmonisation des critères et 81 Mds€ via l'analyse approfondie des crédits.

L'exposition aux crédits non performants a été revue à la hausse pour l'ensemble des pays étudiés. L'ordre entre les pays reste globalement le même avant et après l'AQR : les pays du sud de l'Europe et l'Irlande sont les plus exposés aux créances douteuses. Toutefois, les expositions de certains pays comme la Belgique et l'Espagne ont été revues plus fortement à la hausse à la suite de l'harmonisation de la définition.

Tests de résistance

Dans le même cadre, l'ABE a conduit des tests de résistance sur les 130 banques de la zone euro entrant dans le champ de l'AQR. Ces tests sont basés sur des hypothèses d'activité inférieure au scénario de référence de 2,2 % en 2014, 5,6 % en 2015 et 7,0 % en 2016 et des hypothèses de chômage supérieur à celui du scénario de référence de 0,6 point en 2014, 1,9 point en 2015 et 2,9 points en 2016. Par contre, les tests de résistance n'ont pas été effectués sous l'hypothèse d'une déflation dans la zone euro¹.

1 - Part des prêts non performants après l'AQR



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

Pour passer les tests, les banques devaient présenter un ratio CET1 supérieur à 8 % à la suite de l'AQR et un ratio supérieur à 5,5 % à l'issue du scénario adverse. Ces tests ont toutefois mis en évidence une sensibilité au scénario variable selon les pays (graphique 2). Par exemple, malgré un ratio CET1 équivalent au Portugal et en France, les banques françaises résisteraient beaucoup mieux au scénario des tests que les banques portugaises, qui s'approcheraient de la limite des 5,5 %.

Une insuffisance de fonds propres chez 25 banques

En définitive, sur les 130 banques étudiées, 25 n'ont pas atteint l'objectif d'un ratio CET1 supérieur à 5,5 % et totalisent une insuffisance de fonds propres de 25 Mds€ pour respecter les ratios imposés dans le cadre du MSU (graphique 3), dont 10 Mds€ pour les banques italiennes et près de 9 Mds€ pour les banques grecques.

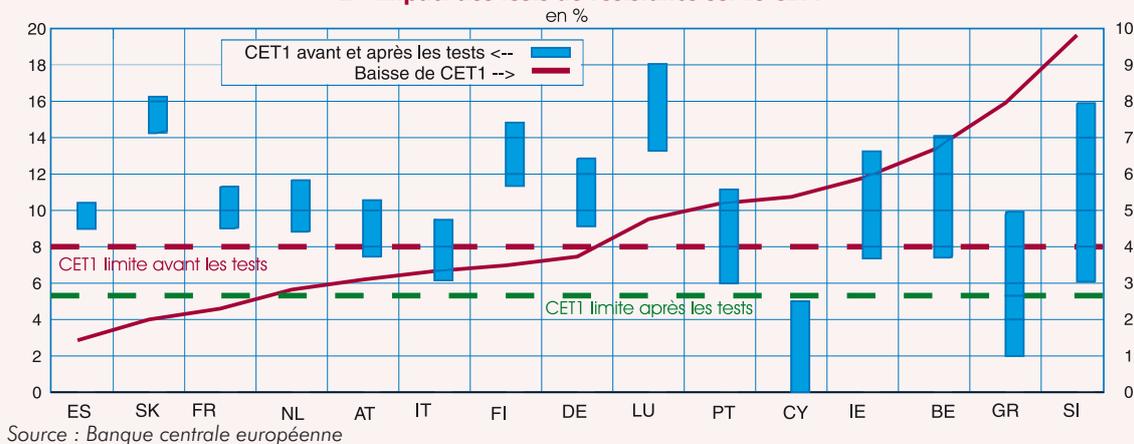
Toutefois, la moitié des banques concernées s'étaient déjà recapitalisées avant la publication des résultats des tests et les 12 banques restantes devront lever un peu moins de 10 Mds€ de capital au total.

L'AQR a favorisé un assainissement du bilan des banques

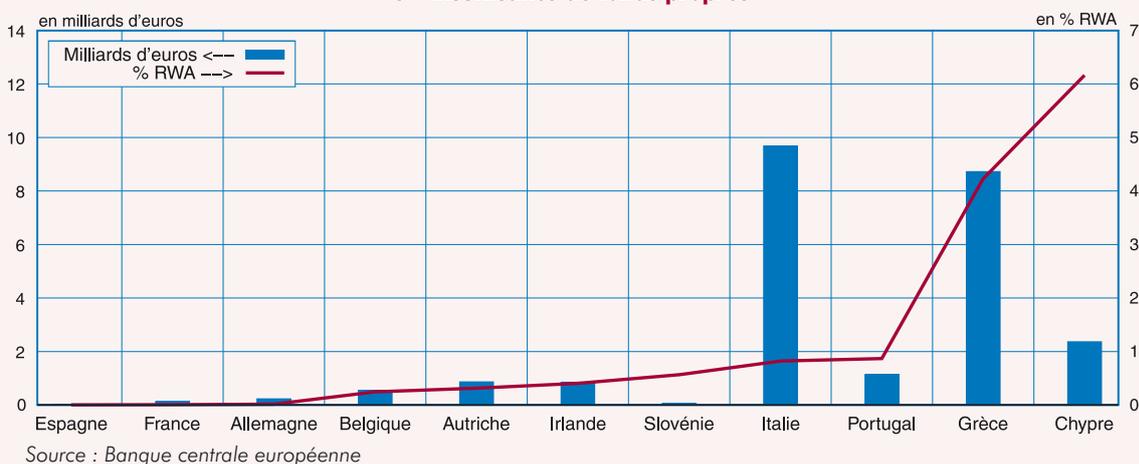
En définitive, le bilan de l'exercice est globalement positif et n'a pas entraîné de fortes réactions des marchés : les cours des actions des banques qui ont réussi les tests sont restés stables. La revue des actifs des banques a participé à l'assainissement de leur bilan. Pour augmenter leurs ratios de solvabilité et s'adapter aux nouvelles exigences réglementaires, elles ont levé des fonds propres ou ont parfois dû céder des actifs et des portefeuilles de créances.

La plupart des banques ont prouvé leur résistance et réduit les incertitudes autour de leur bilan, si bien que les doutes quant à leur capacité à octroyer des crédits sont levés. La BCE espère par exemple une montée en charge du TLTRO. On peut aussi espérer une amélioration du marché du crédit dans les pays où le crédit recule alors que les banques se sont avérées solides, notamment en Espagne. À l'inverse, la faiblesse des banques italiennes, soulignée par cette évaluation, peut expliquer leur réticence à allouer des crédits et vient renforcer l'atonie de l'investissement en Italie. ■

2 - Impact des tests de résistance sur le CET1



3 - Insuffisance de fonds propres



Zone Euro

Petite éclaircie

Au troisième trimestre 2014, le PIB a progressé en zone euro (+0,2 %, comme attendu dans le Point de conjoncture d'octobre), sous l'impulsion principalement du dynamisme des économies espagnole (+0,5 %) et française (+0,3 %), alors que les résultats de l'Allemagne ont été décevants (+0,1 %).

Le maintien à un bas niveau du climat des affaires entre juin et octobre suggère que l'activité conserverait ce rythme ralenti au quatrième trimestre (+0,2 %), en l'absence de reprise de l'investissement, affecté par un attentisme généralisé des entreprises.

Début 2015, l'activité accélérerait (+0,4 % au premier trimestre), stimulée par l'instauration d'un salaire minimum en Allemagne, et le retour à la normale de la dépense d'énergie, en particulier en France ; elle croîtrait ensuite de 0,3 % au deuxième trimestre 2015, soutenue par l'atténuation progressive de la crise de la construction en Espagne et en France.

Au total, la croissance en zone euro atteindrait +0,8 % en 2014 et, l'acquis de croissance pour 2015 serait de +0,9 % à l'issue du deuxième trimestre.

Au troisième trimestre 2014 l'économie de la zone euro a progressé de 0,2 %

Au troisième trimestre 2014, le PIB a de nouveau progressé en zone euro (+0,2 % après +0,1 %). L'Espagne (+0,5 %) et la France (+0,3 %) ont été les principaux contributeurs à cette croissance, tandis que l'activité a crû modérément en Allemagne (+0,1 %) et qu'elle s'est de nouveau contractée en Italie (-0,1 %). La consommation des

ménages, particulièrement vigoureuse en Allemagne et en Espagne, en a été le principal moteur du côté de la demande (+0,5 % dans la zone euro). Au contraire, l'investissement s'est de nouveau contracté (-0,2 % après -0,6 %) : le recul dans la construction s'est poursuivi, notamment en Espagne, en Italie et en France, et les dépenses d'équipement ont souffert du manque de perspectives des industriels dans un climat d'attentisme généralisé.

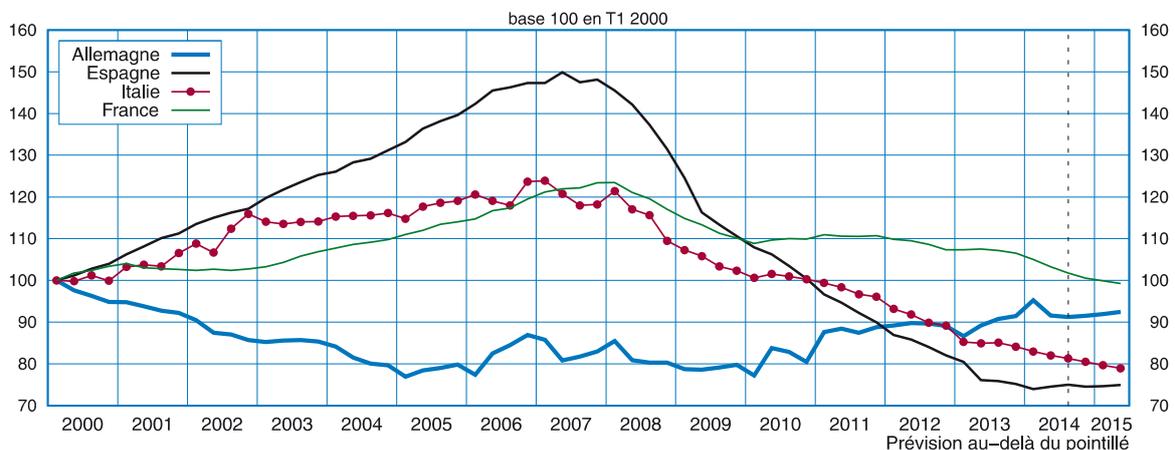
Les enquêtes de conjoncture suggèrent une croissance encore modérée au quatrième trimestre 2014

Entre juillet et octobre, les enquêtes de conjoncture se sont dégradées partout en zone euro, sauf en Espagne. Même si les perspectives se sont redressées dans l'enquête de novembre dans les principaux pays de la zone, les indicateurs de climat des affaires suggèrent un rythme encore modéré de l'activité en fin d'année. La croissance s'élèverait ainsi à +0,2 % au quatrième trimestre 2014. Du côté de la demande, l'investissement productif resterait atone et la consommation ralentirait en Allemagne et en France.

Début 2015, l'activité accélérerait à nouveau, stimulée par l'instauration d'un salaire minimum en Allemagne

Au premier trimestre 2015, le PIB accélérerait (+0,4 %) en raison d'une demande intérieure plus soutenue. La consommation serait dynamisée (+0,5 %) par le retour à la normale des dépenses de chauffage, notamment en France (par contrecoup d'une fin d'année en fort recul). En

1 - Investissement en construction en zone euro



Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, prévisions Insee

Développements internationaux

outre, elle serait soutenue en Allemagne par la mise en place d'un salaire minimum et par l'instauration de nouvelles mesures favorables au revenu des ménages. Malgré la dissipation partielle de ces facteurs ponctuels, la consommation resterait dynamique au deuxième trimestre (+0,4 %), stimulée par le redressement progressif du pouvoir d'achat des ménages, du fait, selon les pays, de la reprise de l'emploi ou de l'évolution plus favorable des impôts.

Dans le même temps, l'investissement retrouverait progressivement un peu de tonus. Du côté des entreprises, l'investissement productif accélérerait très légèrement, sous l'effet d'un modeste regain des perspectives de demande et de la progression récente du taux d'utilisation des capacités de production. En Espagne comme en France, l'ajustement de la construction de logements neufs toucherait quasiment à sa fin mi-2015, permettant à l'investissement en construction de se stabiliser dans l'ensemble de la zone euro (*graphique 1*).

Exportations et importations augmenteraient sur le même rythme

Malgré une croissance modérée de la demande mondiale, la récente dépréciation de l'euro dynamiserait les exportations (+1,0 % par trimestre). Cependant, dans ce contexte de reprise progressive de la demande intérieure, les importations seraient également favorablement orientées (+0,9 % au quatrième trimestre 2014, puis +1,0 % aux premier et deuxième trimestres 2015). Dans l'ensemble, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait donc légèrement positive en prévision.

L'inflation resterait très faible

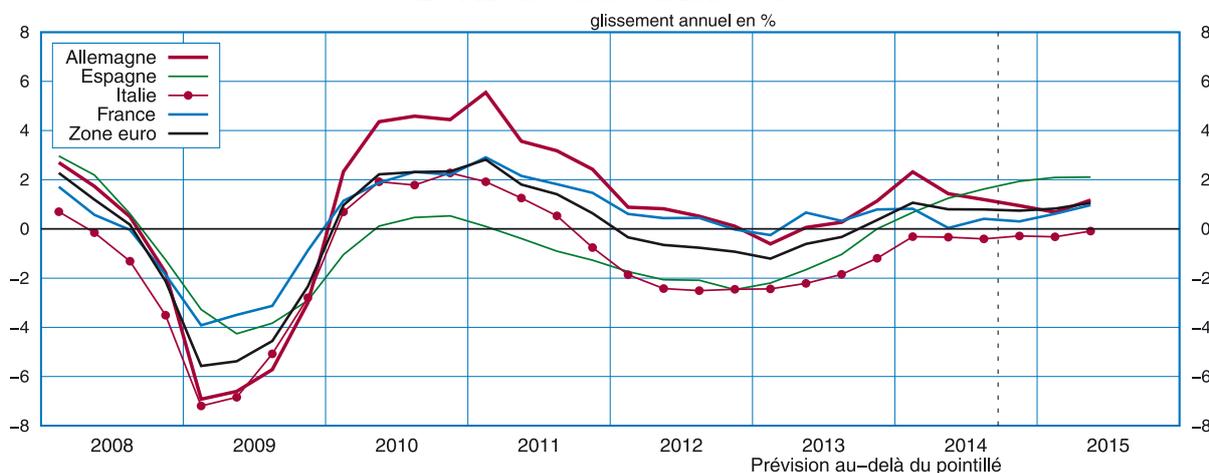
En novembre 2014, l'inflation d'ensemble dans la zone euro s'est établie, selon l'estimation provisoire, à +0,3 % en glissement annuel. Elle diminuerait d'ici juin 2015 à +0,1 %. En effet, sous l'hypothèse conventionnelle d'un baril de Brent stable en prévision à 70 \$ (56,9 €) et sous l'effet des sorties de glissement des hausses observées au deuxième trimestre 2014, la baisse des prix des produits énergétiques s'accroîtrait (-4,1% en juin 2015 en glissement annuel, après -2,5 % en novembre 2014). Néanmoins, ce serait en partie compensé par une nouvelle hausse des prix des produits alimentaires. Par ailleurs, les pressions inflationnistes étant limitées par un taux de chômage élevé dans la plupart des pays de la zone euro, l'inflation sous-jacente resterait contenue : en atteignant +0,5 % sur un an en juin 2015 après +0,7 % en novembre 2014, elle atteindrait son niveau le plus bas depuis que la série existe (1996).

Trois scénarios distincts en zone euro

Les perspectives de l'activité dans les grands pays de la zone euro illustrent trois types de reprise début 2015 (*graphique 2*) : une reprise dynamique en Espagne, pays où les entreprises commencent à reconstituer des capacités productives – via l'investissement notamment – ; une reprise modérée en France et en Allemagne, pays dans lesquels l'investissement qui a moins baissé depuis 2008, reste bridé ; une absence de reprise en Italie, où le recul de l'investissement, qu'il soit résidentiel ou d'équipement, continuerait de peser au premier semestre 2015.

En moyenne en 2014, la croissance de la zone euro s'élèverait à +0,8 % (après -0,4 % en 2013) et l'acquis de croissance pour 2015 serait de +0,9 % à l'issue du deuxième trimestre. ■

2 - PIB en volume en zone euro



Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, prévisions Insee