

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

À la recherche d'un nouveau prix d'équilibre

Au second semestre 2014, le prix du pétrole a chuté, passant de 111,8 \$ le baril en juin (82,2 €) à 48,4 \$ (41,6 €) en janvier 2015, son plus bas niveau depuis mai 2009. Le recul résulte d'une part du relâchement des tensions sur le marché physique, avec une demande mondiale devenue inférieure à l'offre, d'autre part de la révision en baisse des anticipations de demande. En février, le prix du baril a rebondi à 57,9 \$ (51,0 €) sous l'effet notamment de l'annonce de moindres investissements des grands groupes pétroliers et de la diminution des forages aux États-Unis, avant de se stabiliser en mars autour de 55 \$ (50,8 €).

Au premier semestre 2015, la demande croîtrait peu, en lien avec une économie mondiale peu dynamique. Sur cette période, l'offre augmenterait à un rythme comparable à celui de la demande, portée par la hausse de la production aux États-Unis et au Canada.

Le prix du baril est conventionnellement figé en prévision à 55 \$. Il est toutefois soumis à plusieurs aléas : dans un contexte d'offre encore supérieure à la demande, le prix du pétrole pourrait baisser de nouveau. À l'inverse, de nouvelles anticipations baissières sur la production à moyen terme ou un éventuel accord des membres de l'Opep pour réduire l'offre pourraient de nouveau pousser le prix à la hausse.

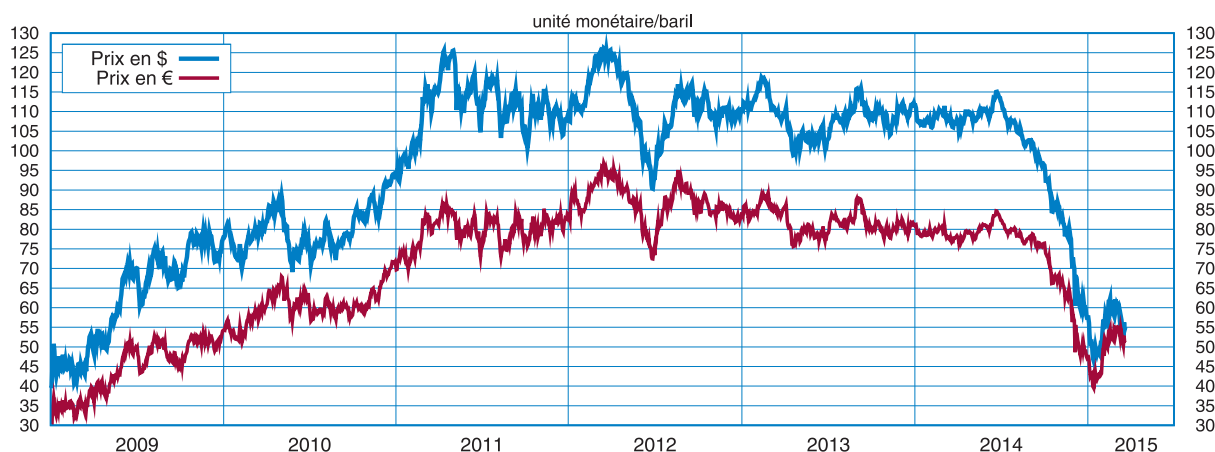
Le prix du pétrole a chuté durant sept mois consécutifs

Depuis juillet 2014, le prix du pétrole a chuté, passant de 111,8 \$ le baril en juin (82,2 €) à 48,4 \$ (41,6 €) en janvier 2015, atteignant son plus bas niveau depuis mai 2009 (*graphique 1*). La baisse résulte tout d'abord de moindres tensions sur le marché physique. D'un côté, la demande mondiale a tourné au ralenti jusqu'au troisième trimestre 2014, avant d'accélérer légèrement au quatrième trimestre (*graphique 2*). De l'autre, l'offre a en moyenne plus augmenté que la demande entre l'été 2013 et l'automne 2014, du fait notamment des produits pétroliers non conventionnels en Amérique du Nord (*graphique 3*). Au quatrième trimestre 2014, l'offre se serait stabilisée, amorçant un rééquilibrage du marché. Malgré cela, l'offre dépasse encore la demande de l'ordre de 1 million de baril par jour (Mbpj) hors prise en compte des stocks.

La baisse des prix résulte également d'une révision à la baisse des anticipations de demande mondiale. La tendance de la demande, notamment de la Chine et des pays émergents, semble en effet durablement inférieure aux prévisions de l'été 2014.

Le marché est toutefois à la recherche d'un nouveau prix d'équilibre. À la fin du mois de janvier 2015, le prix du baril a ainsi rebondi, passant de 47 \$ au plus bas mi-janvier à 60 \$

1 - Prix du Brent en € et en \$



Source : Macrobond

Développements internationaux

mi-février. L'annonce de la diminution du nombre de forages aux États-Unis et celle des baisses d'investissement des compagnies pétrolières semblent être les principaux facteurs d'une révision en baisse des anticipations de production et, partant, du rebond du prix du baril. Depuis début mars, le cours du baril s'est stabilisé autour de 55 \$ (50,8 €).

La demande augmenterait faiblement au premier semestre 2015

Au premier semestre 2015, la demande croîtrait peu, en lien avec une économie mondiale peu dynamique (reprise encore modeste dans la zone euro, économies émergentes au ralenti). Plus précisément, la demande des pays de l'OCDE baisserait, tandis que celle de la Chine augmenterait moins vite que sa tendance (+0,1 Mbpj sur le semestre), comme celle des autres pays émergents (+0,3 Mbpj puis +0,2 Mbpj).

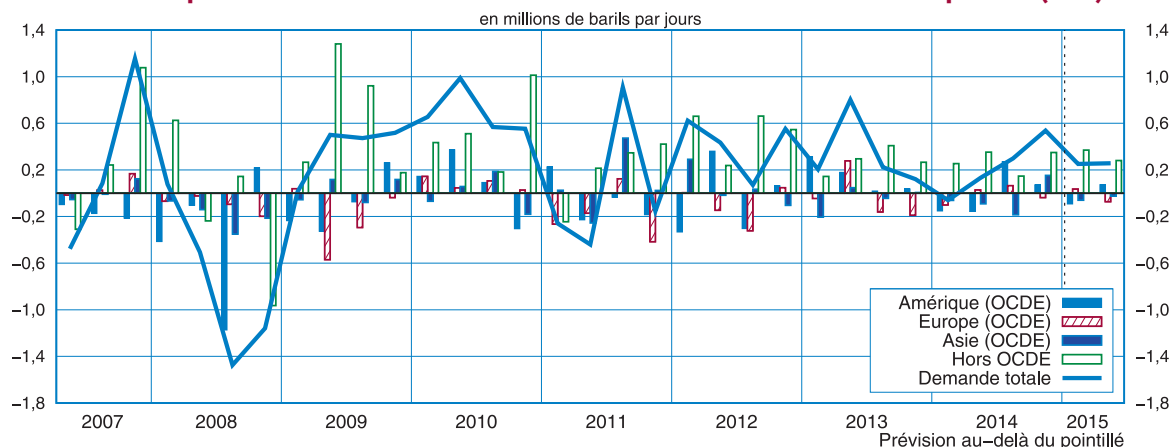
Sur cette période, la production mondiale augmenterait légèrement (*graphique 3*), portée par la hausse de la production aux États-Unis et au Canada, qui s'atténuerait toutefois, la diminution du nombre de forages américains en janvier pesant sur la production des prochains mois (*graphique 4*).

En prévision, le prix du baril fluctuerait autour de 55 \$

Le prix du baril de Brent est conventionnellement figé en prévision à son dernier cours observé (55 \$ fin mars 2015). Mais dans un contexte d'une offre restant plus abondante que la demande, le prix du pétrole pourrait à nouveau baisser.

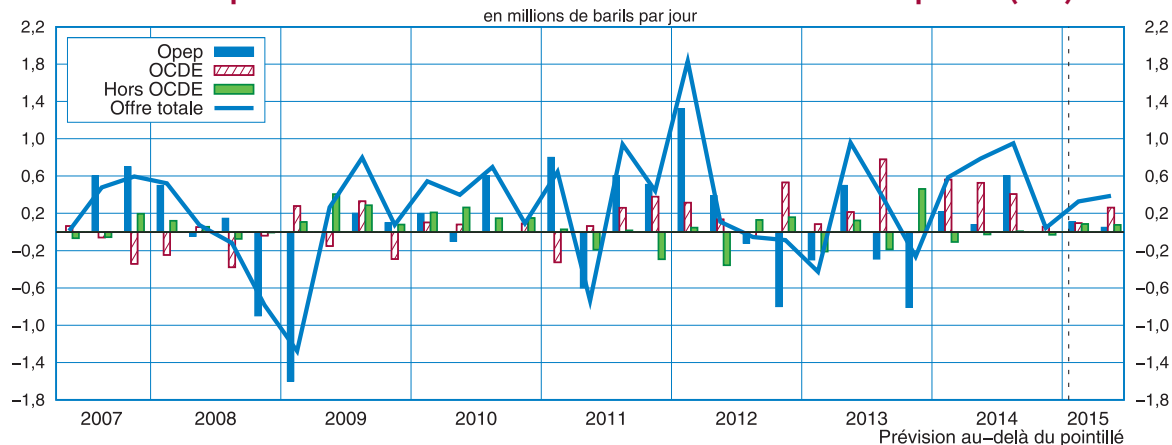
À l'inverse, l'offre pourrait s'ajuster à la baisse si la diminution des forages aux États-Unis s'accroît. Par ailleurs, l'incertitude entourant la production de l'Opep constitue un aléa haussier sur le cours du brut, désormais inférieur au point d'équilibre budgétaire pour la plupart des pays membres : même si l'Arabie Saoudite a clairement affiché sa

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



Source : Agence internationale de l'énergie

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



Source : Agence internationale de l'énergie

volonté de ne pas réduire seule sa production, le cartel pourrait finir par se mettre d'accord pour abaisser la production et soutenir le prix du pétrole. De même, les tensions internationales générées par les difficultés à trouver un accord sur le nucléaire iranien pourraient s'accroître à nouveau et, dès lors, avoir un effet haussier sur le prix du pétrole.

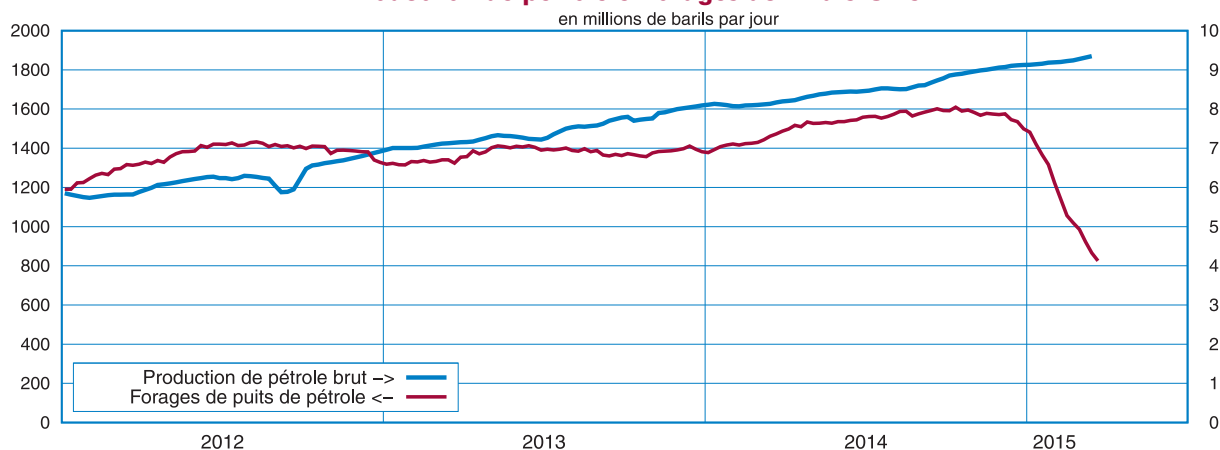
Au quatrième trimestre 2014, les cours des matières premières agro-industrielles ont augmenté

Les cours en euros des matières premières hors énergie ont légèrement augmenté (+0,2 %) au quatrième trimestre 2014 (graphique 5). Les matières premières agro-industrielles notamment

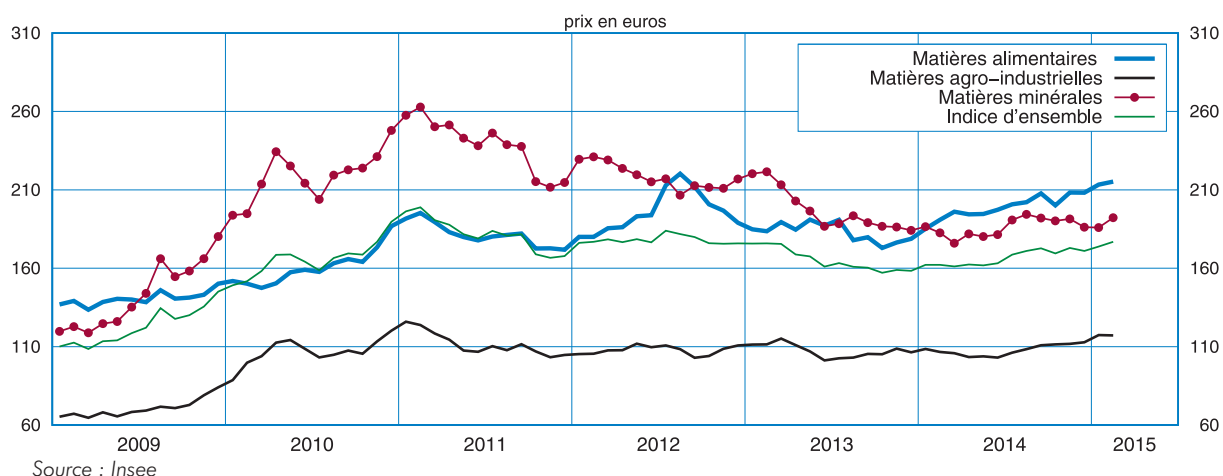
se sont renchériées (+3,2 %), du fait de la forte hausse des cours de pâte à papier et de cuirs de bovins. En revanche, les cours des matières minérales ont baissé (-1,6 %). En particulier, les cours du minerai de fer ont chuté à la suite d'une forte hausse de la production en Australie : les grandes compagnies minières avaient massivement investi pour répondre à la demande de la Chine, dont les besoins ont depuis faibli.

Au quatrième trimestre, les prix des matières premières alimentaires ont légèrement augmenté (+1,0 %), en particulier sous la poussée des prix des céréales. Le prix du blé, notamment, a bondi à la suite des inquiétudes sur les exportations de la Russie. ■

4 - Production de pétrole et forages aux États-Unis



5 - Cours des matières premières



Marchés financiers

La BCE se met à son tour au QE

Face à la baisse de l'inflation et aux risques d'entrée en déflation, la BCE a lancé début 2015 un programme d'assouplissement quantitatif inédit pour la zone, incluant des achats de dette publique. Dans les pays anglo-saxons, la perspective d'une hausse des taux directeurs se précise mais, pour l'heure, compte tenu de la baisse des anticipations d'inflation, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale maintiennent leur politique monétaire accommodante. Au Japon, la banque centrale maintient sa politique expansionniste et continue d'augmenter substantiellement sa base monétaire.

Dans la zone euro, les nouvelles mesures lancées par la BCE devraient notamment stimuler le marché du crédit, dont la contraction s'amenuise progressivement dans les pays périphériques. Les conditions de financement souverain se sont de nouveau améliorées dans l'ensemble de la zone, excepté en Grèce où les craintes d'une restructuration de la dette publique ont poussé les taux d'emprunt à la hausse.

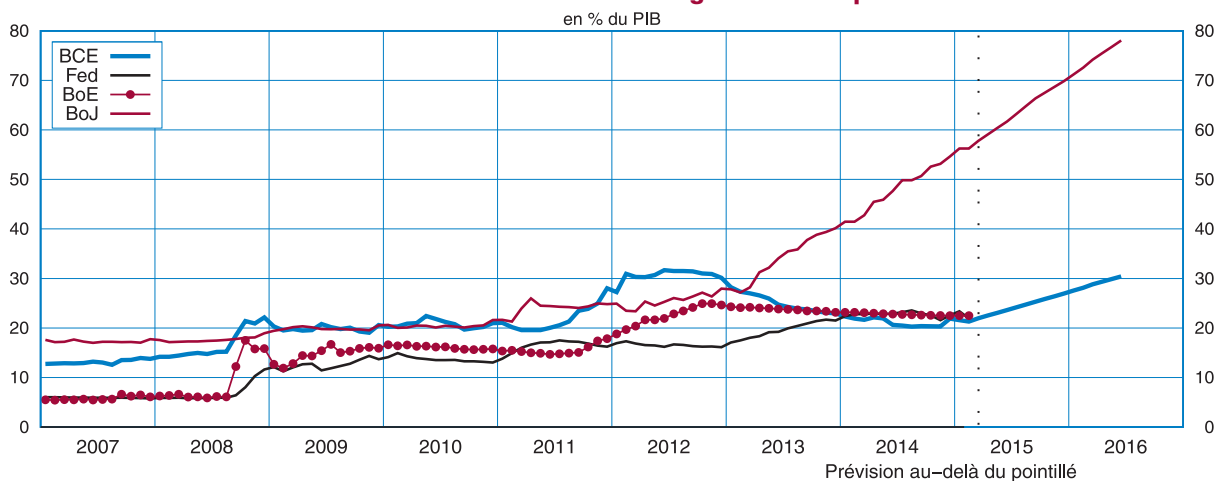
En parallèle, l'euro s'est de nouveau déprécié début 2015 face aux monnaies de l'ensemble des partenaires commerciaux de la France, à l'exception de la Russie. Les hypothèses conventionnelles de stabilité des taux de change d'ici mi-2015 sont de 1,08 dollar, 128 yens et 0,71 livre pour 1 euro.

La politique monétaire reste expansive dans les économies avancées

En janvier 2015, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé qu'elle mettrait en œuvre à partir de mars un programme étendu d'achats d'actifs, incluant de la dette publique, au rythme de 60 milliards d'euros par mois. Ces achats représentent un montant annuel de 720 milliards d'euros, soit 7,1 points du PIB de la zone (*éclairage*). Ils viennent compléter les mesures initiées à l'automne 2014, dont l'impact a été jugé insuffisant : les achats de véhicules adossés à des actifs (ABS), d'obligations sécurisées et les opérations de financement bancaire à très long terme (TLTRO) n'ont en effet entraîné qu'une augmentation très limitée du bilan de la BCE (109 milliards d'euros en tout, soit 1,1 % du PIB de la zone euro).

Dans les pays anglo-saxons, après la fin des assouplissements quantitatifs, la perspective d'une hausse des taux directeurs se précise avec le retour confirmé de la croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni. Mais pour l'heure, la baisse de l'inflation courante et anticipée, l'appréciation du dollar ainsi que l'absence de tensions sur le marché du travail, repoussent le resserrement monétaire. La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale devraient donc maintenir leurs taux d'intérêt et la taille de leur bilan au premier semestre 2015. Au Japon, la banque centrale

1 - Évolution de la taille des bilans des grandes banques centrales



Source : Banques centrales

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 (*graphique 1*).

Dans le reste du monde, de nombreuses banques centrales ont assoupli leur politique monétaire depuis le début de l'année pour éviter une trop forte appréciation de leur monnaie et lutter contre la faiblesse de l'inflation. En janvier 2015, la Banque de Suisse a instauré un taux de refinancement négatif, à -0,75 %, dans l'espoir de stabiliser le cours du franc suisse face à l'euro. La Banque de Suède a depuis suivi le même chemin, fixant son taux de refinancement à -0,25 % et a annoncé un assouplissement quantitatif d'un montant limité (0,3 % du PIB). Au Danemark, c'est le taux de dépôt qui a été fortement abaissé, à -0,75 %.

En Russie, la banque centrale a baissé légèrement ses taux en janvier puis en mars 2015 pour limiter l'ampleur de la crise économique, après les avoir fortement augmentés en décembre pour contrer, en vain, la chute du rouble (-23 %, de novembre 2014 à janvier 2015). De même, la banque centrale indienne a profité d'un recul de l'inflation fin 2014 pour baisser ses taux d'un quart de point, à 7,75 %, dans le but de stimuler l'activité. En Chine enfin, la banque centrale a réduit ses taux directeurs à deux reprises en novembre 2014 et fin février 2015, et a annoncé début février une baisse du ratio de réserves obligatoires des banques pour stimuler le crédit.

La contraction du crédit s'atténue dans la zone euro

Dans la zone euro, l'assouplissement quantitatif devrait stimuler le crédit, qui croît en France et en Allemagne depuis le printemps 2014, tandis que la contraction du crédit s'atténue progressivement

dans les pays périphériques (*graphique 2*). La faiblesse persistante du crédit est en partie due à des facteurs de demande – les agents privés non financiers continuant de se désendetter –, mais également à la mauvaise transmission de la politique monétaire accommodante de la BCE.

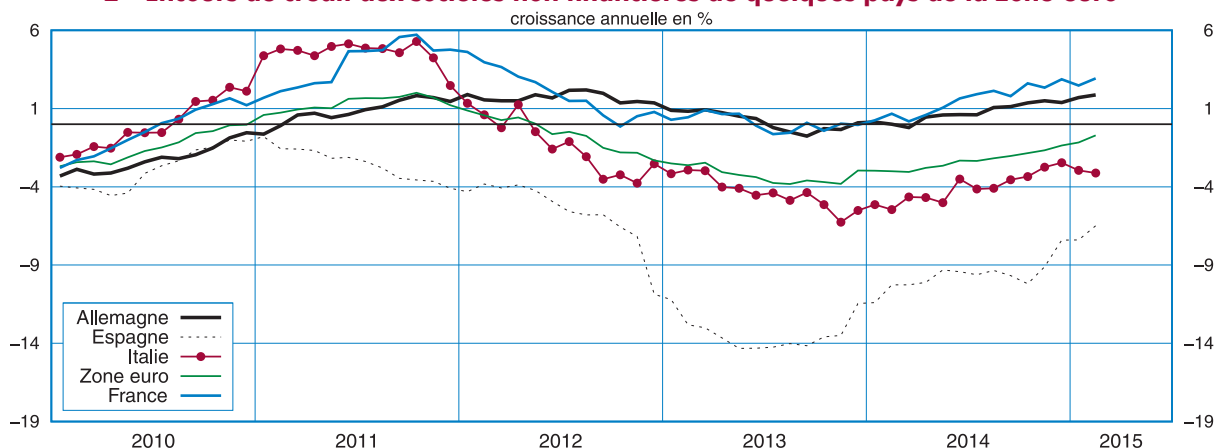
Ainsi, les taux d'emprunt bancaire facturés aux entreprises sont encore très hétérogènes dans la zone euro, signe que le marché des capitaux reste fragmenté. Ainsi, les taux d'intérêt moyens sur les crédits nouveaux accordés aux entreprises italiennes et espagnoles restent supérieurs de près d'un point 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 : en décembre 2014, les taux privés espagnols ont chuté et sont ainsi revenus au niveau des taux accordés aux entreprises italiennes.

Les taux souverains allemands et français à des plus bas niveaux

L'Allemagne et la France bénéficient de conditions d'emprunt de plus en plus avantageuses (*graphique 3*). En conséquence des anticipations de rachat par la BCE et de la faiblesse de l'inflation anticipée, le taux souverain allemand à 10 ans est désormais inférieur au taux équivalent au Japon pour la première fois depuis 30 ans. L'État allemand emprunte à des taux négatifs pour toutes les maturités jusqu'à 7 ans. En France, les conditions de financement de l'État s'améliorent également, l'écart de taux avec l'Allemagne restant stable, inférieur à 30 points de base.

Dans le même temps, la probabilité d'une restructuration de la dette grecque a augmenté et les taux souverains grecs à 10 ans ont dépassé 10 % fin janvier 2015, pour la première fois depuis début 2013. Dans les autres pays touchés par la crise des dettes souveraines en 2011 (Espagne,

2 - Encours de crédit aux sociétés non financières de quelques pays de la zone euro



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

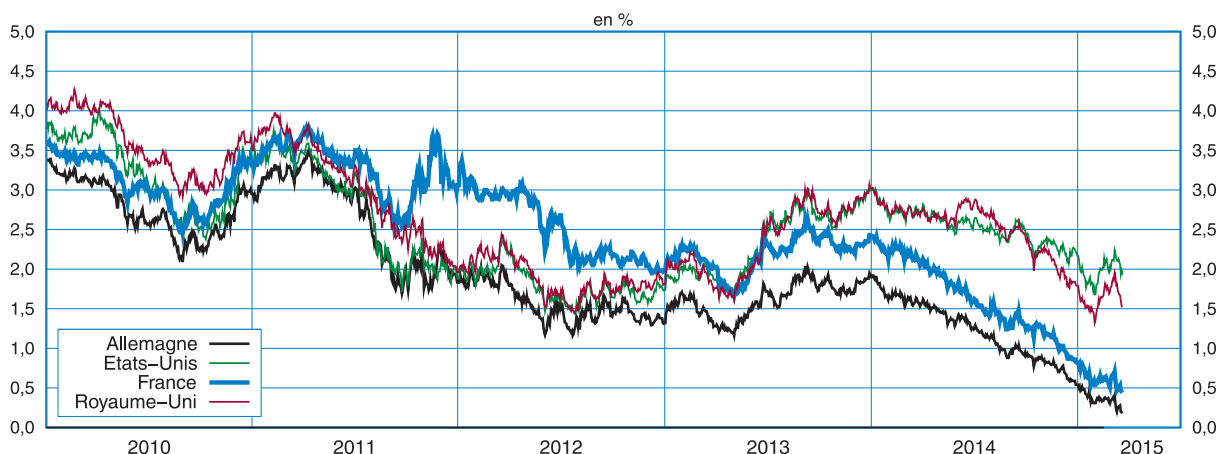
Portugal, Irlande), la contagion du risque grec semble contenue. La normalisation de leurs conditions de financement se confirme début 2015, leur taux ayant beaucoup baissé depuis 2012 ; ils sont notamment passés en dessous des taux américains ou britanniques en termes nominaux.

L'euro au plus bas depuis 2003 à la suite des annonces de la BCE

Depuis la fin du mois de décembre 2014, les anticipations d'assouplissement quantitatif dans la zone euro ont conduit à la dépréciation du cours de la monnaie unique (*graphique 4*). Le taux de change effectif réel de la France, qui

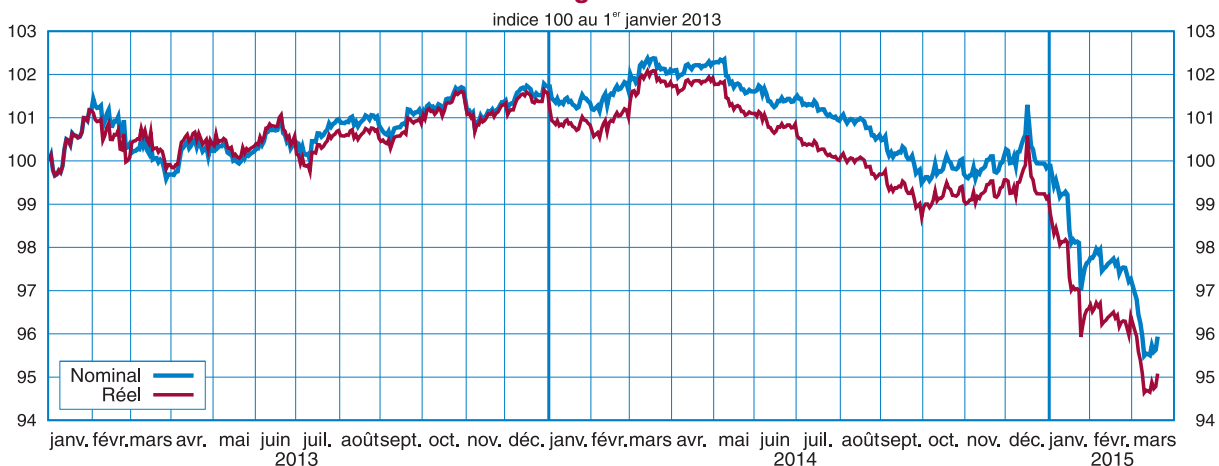
s'était apprécié fin 2014 dans le sillage de la baisse du yen et du rouble, a chuté les semaines précédant l'annonce de l'assouplissement quantitatif par la BCE, puis de nouveau début mars (au total, -5,9 % entre mi-décembre et mi-mars). Au total, sous l'hypothèse conventionnelle de stabilité des taux de change d'ici mi-2015 (de 1,08 dollar, 128 yens et 0,71 livre pour 1 euro), le taux de change effectif réel de la France aurait nettement baissé au premier trimestre 2015 (-3,1 %, après -0,5 % fin 2014) et reculerait de nouveau, mais avec une moindre ampleur, au deuxième trimestre (-1,8 %). ■

3 - Taux souverains à 10 ans



Source : Macrobond

4 - Taux de change effectif de la France



Sources : BCE, Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE soutiendrait la reprise à l'œuvre en zone euro

La BCE a décidé d'un programme étendu d'achats d'actifs

La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé fin janvier 2015 qu'elle allait augmenter substantiellement ses rachats de titres en incluant des obligations souveraines. Compte tenu des achats de titres annoncés à l'automne 2014, elle achète désormais 60 milliards d'euros d'actifs par mois. Le programme durera au moins jusqu'en septembre 2016, et jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un redressement durable de l'inflation. Au total, le programme devrait représenter un peu plus de 1 100 milliards d'euros. Le bilan de la BCE devrait ainsi augmenter progressivement et atteindrait mi-2016 son niveau de 2012 (plus de 3 000 milliards d'euros, soit 32 % du PIB de la zone euro).

La décision de la BCE intervient plusieurs années après les assouplissements quantitatifs que les autres grandes banques centrales ont mis en œuvre après la crise financière de 2008. Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a racheté plus de 3 000 milliards de dollars de titres publics de 2008 à 2014, soit 18 points de PIB. Au Royaume-Uni, la banque centrale (BoE) a acheté 375 milliards de livres de titres publics entre mars 2009 et novembre 2012, soit environ 21 points de PIB. Enfin, la banque du Japon (BoJ) a mis en place un programme similaire en avril 2013. Le rythme annuel des achats est actuellement de 80 000 milliards de yens, soit 16 points de PIB ; depuis le début du programme, la base monétaire de la BoJ a augmenté de 29 points de PIB.

En comparaison, les achats de la BCE se feront à un rythme de 60 milliards d'euros par mois, soit 7,1 points de PIB par an. De mars 2015 à septembre 2016, le total des achats représentera environ 12 points de PIB de la zone euro. Ce programme sera donc moins important, proportionnellement au PIB de la zone, que les assouplissements quantitatifs de la Fed, la BoE ou la BoJ. Juste avant la mise en œuvre concrète du programme, les anticipations d'inflation des marchés financiers à moyen terme se sont stabilisées début 2015 à un niveau inférieur à leur moyenne depuis 2005 (*graphique 1*).

Les pertes potentielles seront principalement assumées par les banques centrales nationales

En plus des titres adossés à des actifs (ABS) et d'obligations sécurisées (*covered bonds*), les banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème achèteront sur le marché secondaire des obligations d'État et d'institutions européennes de la zone euro. Les achats de titres publics seront répartis selon la part de chaque BCN dans le capital de la BCE, c'est-à-dire au prorata de la population et du PIB (avec des pondérations identiques). La BCE coordonnera les achats, mais les BCN les mettront en œuvre et en assumeront en grande partie les risques. Le partage des pertes ne concernera que 20 % des achats, répartis de la manière suivante :

- 12 % seront consacrés aux achats d'obligations d'institutions européennes, telles que l'Union européenne, la Banque européenne d'investissement (BEI), le Fonds européen de stabilité financière (FESF), etc. Les titres seront achetés par les BCN, mais les pertes potentielles seront partagées.
- 8 % des achats de titres souverains seront effectués par la BCE elle-même, ce qui implique un partage des risques.
- Les 80 % restants seront achetés par les BCN. Toutefois, les pertes potentielles (en cas de restructuration de la dette d'un État membre) pourraient être en partie mutualisées en étant compensées par le fonds de réserve général de la BCE¹, *id est* l'argent provisionné par la BCE sur ses bénéfices passés. En pratique, la gestion d'un défaut souverain dans la zone euro reste incertaine.

Le programme d'achats ne portera que sur des titres que la BCE accepte déjà en tant que garantie, donc suffisamment bien notés. Pour les États membres faisant l'objet d'un programme d'assistance financière, l'éligibilité sera suspendue durant la période d'examen et rétablie uniquement en cas de résultat positif.

Pour éviter de créer une minorité de blocage en cas de restructuration de la dette, les achats ne devront pas dépasser 25 % d'une émission de dette. Par ailleurs, afin

(1) cf. article 33.2 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

1 - Inflation à 5 ans dans 5 ans dans la zone euro



d'éviter que les banques centrales ne deviennent les principaux créditeurs des gouvernements de la zone et pour permettre une fixation des prix de marché, les achats seront également limités à 33 % de la dette d'un émetteur. Ceci implique que la BCE ne peut pas, aujourd'hui, augmenter le montant d'obligations de l'État grec qu'elle détient.

Enfin, le Conseil des gouverneurs de la BCE a autorisé les achats de titres à des taux négatifs, ce qui induira des pertes nominales. En particulier, les obligations allemandes (dont le taux est négatif jusqu'à 7 ans) et les obligations françaises (dont le taux est négatif jusqu'à 4 ans) pourront faire l'objet d'achats. Toutefois, seuls les titres dont le taux est supérieur au taux de dépôt de la BCE (-0,20 %) pourront être rachetés. Les pertes sur les obligations à taux négatifs ne seront pas mutualisées.

Cet assouplissement quantitatif soutient la reprise à l'œuvre en zone euro via plusieurs canaux

Le canal naturel de transmission du programme de la BCE à l'économie est celui du taux d'intérêt obligataire. Les achats massifs de dette publique sur le marché secondaire réduiront les taux de long terme et donc les taux réels, ce que les politiques monétaires conventionnelles ne permettent quasiment plus dans la mesure où la BCE considère que les taux directeurs ont atteint un niveau plancher. En particulier, les taux souverains devraient continuer de baisser, ce qui facilitera le financement des États et réduira le service de la dette publique. En démontrant son engagement à respecter ses objectifs d'inflation et en annonçant un programme précis, qui durera au moins jusqu'en septembre 2016, la banque centrale renforce la confiance des investisseurs sur le niveau des taux à moyen terme, réduisant ainsi les primes de risque et les primes de terme. Le niveau actuel des taux d'intérêt devrait cependant limiter l'impact via ce canal. Les obligations allemandes et françaises à court terme étant par ailleurs déjà proches du taux de dépôt de la BCE, les taux longs devraient diminuer plus fortement que les taux courts, ce qui aplatiserait la courbe des taux.

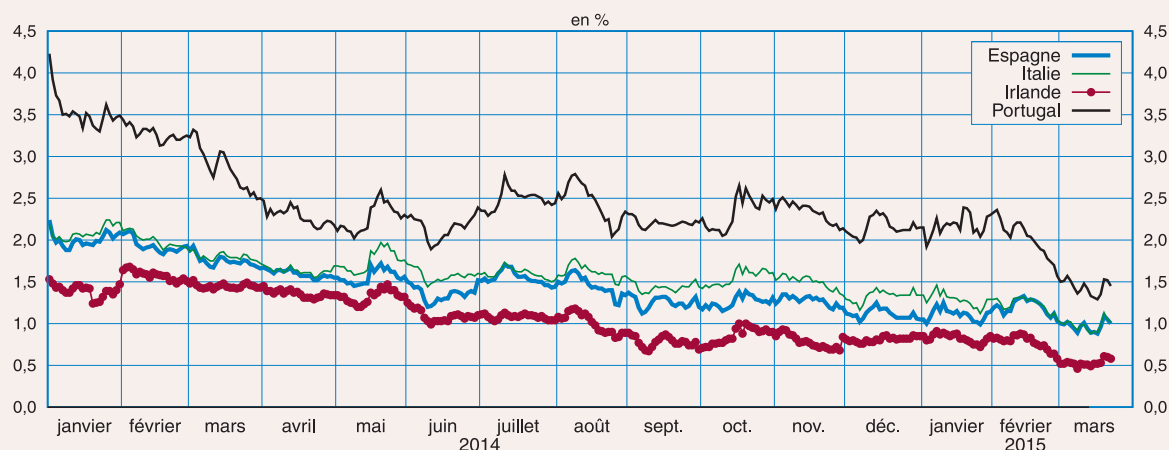
Face à la baisse des rendements, les investisseurs pourraient se tourner vers la dette des pays périphériques de la zone euro, ce qui réduirait le *spread* de taux souverains pour ces pays. Du fait des anticipations ayant suivi l'annonce de l'assouplissement quantitatif et après les premiers rachats de titres, cet effet est déjà visible depuis janvier 2015 pour l'Espagne, l'Italie, l'Irlande et le Portugal (graphique 2). Toutefois, les pays de la zone euro ne pourront en principe pas profiter de l'amélioration de leurs conditions de financement pour faire une relance budgétaire, en raison des engagements pris dans le cadre du traité européen sur la stabilité, la coordination et la gouvernance.

Ensuite, par effet de réallocation des investissements financiers, le programme de la BCE permettrait également de réduire les taux privés. D'une part, la plupart des taux bancaires sont liés aux taux des obligations souveraines ; d'autre part, la baisse des taux des obligations publiques pourrait inciter les investisseurs à acheter des titres plus rémunérateurs et plus risqués, comme des actions ou des obligations privées. Par ailleurs, le taux que la BCE applique sur les dépôts des banques étant négatif (-0,20 %), les banques commerciales sont incitées à prêter leurs liquidités et à assouplir les conditions d'octroi de crédit. Au total, les conditions de financement privé s'amélioreraient, ce qui stimulerait l'investissement, si la demande de crédit suit.

Par effet de réallocation, les prix des actifs financiers risqués devraient augmenter. Les prix des actifs immobiliers augmenteraient également, du fait de la baisse des taux d'intérêt privés. Cependant, l'enrichissement des agents n'aurait que peu d'impact sur l'économie réelle, les effets de richesse étant généralement peu visibles sur la consommation des ménages de la zone euro.

Enfin, la dépréciation récente de l'euro, qui est en partie attribuable aux anticipations de mise en œuvre de ce programme, devrait augmenter l'inflation importée et favoriser l'activité via son effet sur les échanges extérieurs. À l'horizon de la prévision, l'impact de ce programme sur l'économie réelle passerait du reste essentiellement par ce canal : l'amélioration de la compétitivité-prix soutiendrait l'accélération progressive de l'activité dans les différents pays de la zone euro. ■

2 - Écarts de rendement entre les dettes souveraines en Europe et celle de l'Allemagne (Bund 10 ans)



Source : BCE

Zone Euro

Allegro ma non troppo

Au quatrième trimestre 2014, l'activité a de nouveau accéléré en zone euro (+0,3 %, après +0,1 % puis +0,2 % aux deuxième et troisième trimestres), du fait notamment du dynamisme des économies espagnole et allemande (+0,7 % chacune).

Au premier semestre 2015, l'activité continuerait d'accélérer légèrement (+0,4 % par trimestre), stimulée en particulier par la baisse du prix du pétrole qui soutient le pouvoir d'achat des consommateurs et par la récente dépréciation de l'euro, favorable aux exportations. Cependant, l'investissement resterait languissant. Au total, l'acquis de croissance de la zone euro pour 2015 serait de 1,1 % à l'issue du premier semestre, avec des écarts entre grands pays de la zone. L'inflation resterait très faible.

L'activité a de nouveau accéléré fin 2014

Au quatrième trimestre 2014, la croissance du PIB a de nouveau augmenté en zone euro (+0,3 % après +0,2 %), portée par le dynamisme entretenu de l'Espagne (+0,7 % après +0,6 %) et la très nette accélération en Allemagne (+0,7 % après +0,1 %). En particulier, la consommation des ménages a continué de progresser de façon soutenue (+0,4 % après +0,5 %), tandis que l'investissement a rebondi (+0,3 % après deux trimestres consécutifs de contraction).

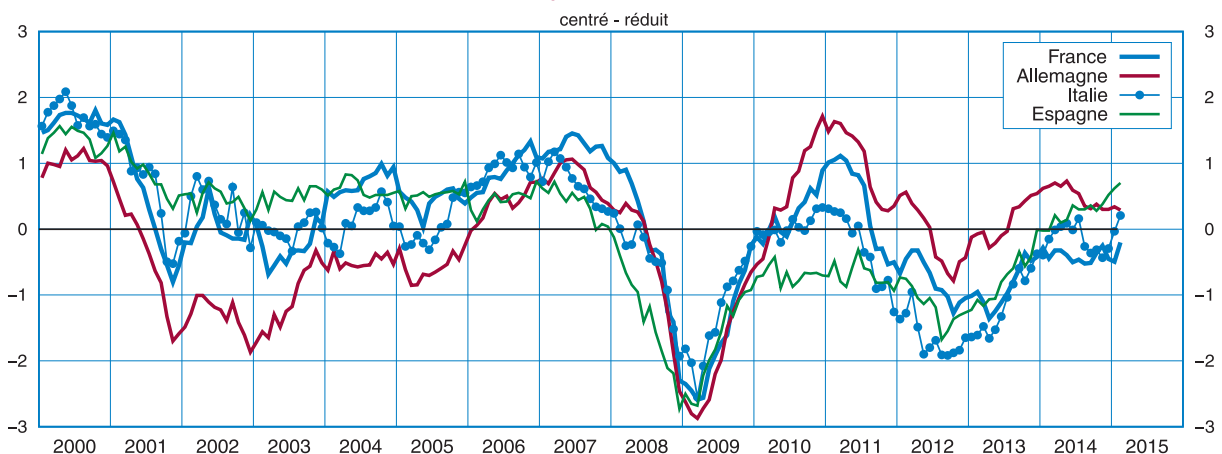
Au premier semestre 2015, l'activité serait stimulée par la baisse du prix du pétrole et la dépréciation récente de l'euro

Le second semestre 2014 a été marqué par la chute du prix du pétrole (-57 % en euros entre juin 2014 et janvier 2015) et la dépréciation de l'euro.

La baisse du prix du pétrole améliore le pouvoir d'achat des ménages et stimule donc leurs dépenses. La consommation continuerait ainsi de croître vivement en zone euro (+0,7 % au premier trimestre 2015, +0,5 % au deuxième trimestre). Cette progression serait plus dynamique pour les ménages allemands (+0,9 % puis +0,7 %), dont le revenu bénéficie en outre de l'instauration d'un salaire minimum, et pour les ménages espagnols (+1,0 % par trimestre), qui bénéficient d'un rebond de l'emploi. En revanche, la consommation des ménages augmenterait moins vite en Italie (+0,2 %), où la reprise de l'emploi est encore modeste.

De plus, la dépréciation de l'euro stimule les exportations de la zone : la contribution moyenne du taux de change effectif réel aux exportations atteindrait +0,3 point par trimestre au premier semestre. L'effet serait moins important sur les exportations allemandes que sur celles des autres grands pays, en raison de leur moindre sensibilité à la compétitivité-prix (cf. dossier « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? » de la Note de conjoncture de juin 2013).

1 - Climat des affaires dans la zone euro
dernier point : février 2015



Sources : Commission européenne

L'investissement resterait peu soutenu

Malgré ce contexte favorable, l'investissement resterait peu dynamique en zone euro au premier semestre 2015.

Du côté des entreprises, l'investissement productif resterait très modéré. En Italie notamment, malgré des perspectives un peu mieux orientées, l'amélioration des conditions de financement des entreprises (en termes de taux d'intérêt comme d'offre) ne semble pas encore suffisante pour enrayer la baisse de leur investissement.

Du côté des ménages, l'investissement en logements neufs a cessé de reculer en Espagne, et baisserait moins en France. En conséquence, l'investissement en construction ne diminuerait que faiblement dans la zone euro au premier semestre 2015.

Les divergences conjoncturelles persistent au sein de la zone euro

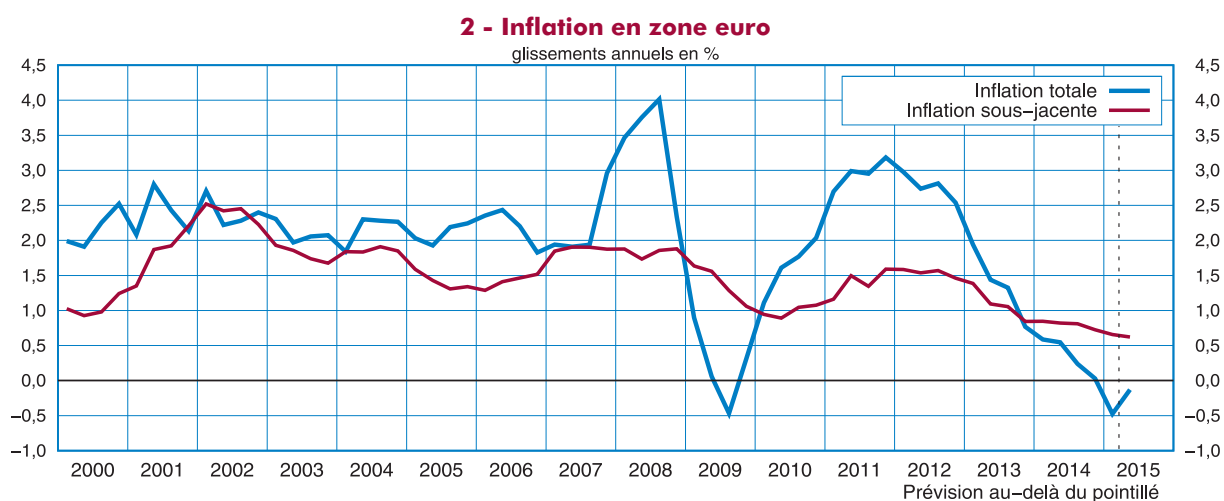
La baisse des prix du pétrole et la dépréciation de l'euro touchent l'ensemble de la zone. Mais si la consommation accélère dans chacun des grands pays, elle le fait à une vitesse et avec un impact différents. L'Espagne (+0,7 % de croissance du PIB par trimestre) serait le pays le plus dynamique de la zone, le rebond conjoint de l'emploi et de l'investissement des entreprises qui reconstituent leurs capacités productives assurant une demande

interne vigoureuse. En Allemagne, la croissance serait légèrement moins vigoureuse (+0,6 % puis +0,4 %), surtout portée par la consommation des ménages. En France, l'activité accélère également grâce à la consommation des ménages mais de façon plus modérée (+0,4 % puis +0,3 %). Enfin, les stimulus apportés par la dépréciation de l'euro et la baisse du prix du pétrole permettraient un très modeste retour de croissance de l'activité italienne (+0,1 % au premier trimestre puis +0,2 % au deuxième trimestre).

L'inflation d'ensemble resterait très faible

Au cours des derniers mois, malgré l'amélioration des perspectives d'activité, l'inflation en zone euro est restée basse, voire négative. En janvier 2015, les prix ont ainsi baissé de 0,6 % sur un an.

La faiblesse de l'inflation est notamment imputable à la chute récente des prix du pétrole. Elle tient également à la baisse progressive de l'inflation sous-jacente depuis mi-2012. Au cours du premier semestre 2015, celle-ci pourrait se stabiliser autour de son niveau de janvier 2015 (+0,7 % sur un an ; cf. dossier « Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation » de la *Note de conjoncture* de décembre 2014). Sous l'hypothèse conventionnelle d'un prix du baril de Brent stabilisé en prévision à 55 \$, l'inflation d'ensemble resterait négative jusqu'à mi-2015. ■



L'aléa grec pour l'économie française et la zone euro

Depuis mai 2010, l'État grec fait l'objet d'un programme d'assistance du Fonds monétaire international (FMI) et de ses partenaires européens, en contrepartie de l'adoption par la Grèce d'un ensemble de mesures visant à réduire le déficit public et à restaurer la compétitivité de son économie. Ce programme est supervisé par la Banque centrale européenne (BCE), la Commission européenne et le FMI. D'un montant initial de 110 milliards d'euros, les prêts effectués dans ce cadre à la Grèce s'élèvent aujourd'hui à 245 milliards d'euros et bénéficient depuis décembre 2012 de taux d'intérêt réduits.

Les efforts budgétaires et de baisse des salaires consentis par la Grèce ont pesé sur la demande intérieure, si bien que le PIB grec a reculé au total d'environ 27 % entre début 2008 et fin 2013, soit la plus forte chute au sein de la zone euro. En 2014, la Grèce serait sortie de récession, même si le taux de chômage dépasse encore 27 % de la population active. Par ailleurs, l'inflation est passée en territoire négatif (-1 % en moyenne annuelle en 2013 et 2014), ce qui pèse sur les rentrées fiscales et complique la maîtrise des finances publiques.

En janvier 2015, les élections législatives ont été remportées par le parti anti-austérité Syriza et les inquiétudes des marchés financiers se sont traduites par une nouvelle envolée des taux d'intérêt souverains. Il n'y toutefois pas eu de contagion aux autres pays périphériques ; au contraire, ceux-ci ont bénéficié de l'effet favorable des anticipations de l'assouplissement quantitatif de la BCE (*éclairage* de la fiche « Marchés financiers »). Les nouvelles autorités grecques sont alors entrées en négociation avec leurs principaux créanciers que sont aujourd'hui le Fonds européen de stabilité financière (142 milliards d'euros), la BCE et l'Eurosysteme (27 milliards d'euros), le FMI (23 milliards d'euros) et différents États membres via des prêts bilatéraux (53 milliards d'euros). En effet, si la Grèce dégage désormais un excédent public primaire (c'est-à-dire que les revenus de l'État couvrent ses dépenses hors charge de la dette), l'accès au financement de marché est toujours restreint et une partie de sa dette arrive à échéance dès cette année.

Sans nouvelle aide (via un rééchelonnement ou une restructuration), la Grèce pourrait être dans l'incapacité de rembourser ses échéances, ce qui constituerait le premier défaut de crédit souverain en zone euro. Par ailleurs, si la contraction de la demande intérieure a permis à la Grèce de dégager un excédent commercial, les sorties de capitaux (y compris de dépôts bancaires) fragilisent le système bancaire grec. Celui-ci reste très largement dépendant du financement de la BCE qui a décidé de ne plus accepter les obligations souveraines grecques comme collatéral tant qu'un accord avec les partenaires de la zone euro ne sera pas trouvé : seul le recours au financement d'urgence auprès de la banque centrale de Grèce est aujourd'hui possible, en dessous d'un plafond autorisé par la BCE.

L'issue des négociations entre la Grèce et ses créanciers publics reste incertaine. Si elles échouaient, la Grèce serait probablement contrainte au défaut, au moins partiel, sur sa dette publique, avec un risque de rechute de l'activité à court terme. L'impact direct d'un tel scénario serait toutefois très limité pour le reste de la zone euro, notamment pour l'économie française : d'une part les ventes vers la Grèce ne représentent que 0,5 % des exportations françaises et, plus généralement, le PIB de la Grèce représente moins de 2 % de celui de la zone euro ; d'autre part, en termes de dette publique française, les prêts consentis et annulés ne représenteraient que 2 points de PIB ; enfin, l'exposition au risque grec du secteur privé français, en particulier du système bancaire, est désormais faible. En revanche, l'impact pourrait être nettement plus important si, à l'image de la crise de l'été 2011, l'inquiétude des marchés se propageait envers l'ensemble des pays périphériques. Depuis le début de l'année, l'évolution divergente des taux grecs – en hausse – et des taux des autres pays de la zone euro – en baisse – signale que ce risque est faible, ce qui tient probablement aux dispositifs de « pare-feu » mis en place depuis 2011 : le Mécanisme européen de stabilité (qui a succédé au FESF de manière pérenne en septembre 2012) avec une capacité totale de 500 milliards d'euros et les achats de titres souverains, inaugurés par la BCE en mars 2015 dans le cadre de son assouplissement quantitatif. ■