

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

Prix soutenu, offre et demande en augmentation

Au troisième trimestre 2013, le prix du pétrole a augmenté nettement, du fait des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Ces tensions se sont en partie résorbées et le prix du Brent est aujourd'hui autour de 110\$.

Au premier semestre 2014, l'offre mondiale de pétrole serait dynamique, portée par une production toujours soutenue aux États-Unis, et un regain de vigueur dans les pays émergents hors Opep. De son côté, la demande marquerait le pas au premier trimestre, mais s'accroîtrait dès le deuxième trimestre, soutenue par les économies émergentes.

Au total, l'augmentation spontanée de l'offre de pétrole d'ici juin 2014 (+1,3 Mbpj en glissement annuel) devrait suffire pour faire face à l'augmentation prévisible de la demande. Ainsi, le prix du baril de pétrole devrait fluctuer à l'horizon de la prévision autour de son niveau actuel (110\$). Toutefois, l'apaisement récent des tensions géopolitiques, tandis que le niveau des stocks OCDE est élevé, pourrait faire baisser les prix du pétrole à l'horizon de la prévision. À l'inverse, toute baisse supplémentaire de production de l'Opep pourrait faire monter très vite le prix du pétrole, compte tenu de la faiblesse récente des capacités additionnelles du Cartel.

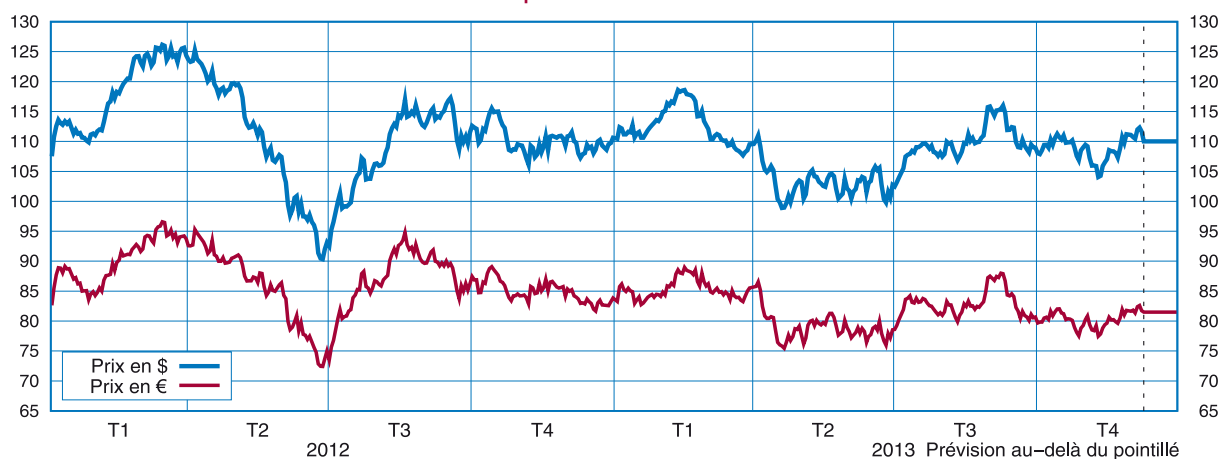
Au troisième trimestre 2013, les tensions géopolitiques ont occasionné une hausse du prix du brut

Le cours du Brent a augmenté au troisième trimestre 2013, sur fond d'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient (cf. graphique 1). Il a atteint un point haut fin août 2013 (115,8 \$ par baril), alors que les craintes d'une intervention militaire occidentale en Syrie étaient fortes, avant de retrouver un niveau plus faible au cours du mois de septembre avec la résolution partielle de ces tensions.

La demande mondiale de pétrole a crû nettement au troisième trimestre (+1,2 Mbpj), portée par la hausse de la demande en provenance des pays émergents (+700 000 bpi, dont +500 000 au Moyen-Orient, où la consommation augmente en été avec l'usage accru des climatiseurs). La hausse de consommation des pays de l'OCDE a également été soutenue (+400 000 bpi), d'une part en Europe (+200 000 bpi) où l'activité s'améliore depuis le deuxième trimestre, d'autre part aux États-Unis (+200 000 bpi), où la consommation de l'industrie manufacturière s'est montrée dynamique.

L'offre de pétrole a crû de 530 000 bpi, du fait de l'augmentation de la production des pays membres de l'OCDE (+600 000 bpi), en particulier des

1 - Prix du Brent en € et en \$
Dernier point : 6 décembre 2013



Source : Financial Times

Développements internationaux

États-Unis. La production européenne a en revanche légèrement reflué (-100 000 bpi) en raison des maintenances saisonnières. À rebours du dynamisme observé dans l'OCDE, la production des pays de l'Opep a nettement baissé (-270 000 bpi), les difficultés rencontrées par plusieurs de ses membres (Libye, Irak, Iran) n'étant que partiellement compensées par la hausse de la production de l'Arabie Saoudite (cf. graphique 2).

Au quatrième trimestre, le marché physique se détendrait

Au quatrième trimestre 2013, le prix du baril du Brent aura été quasi stable autour de 110 \$. Sur le marché physique, la demande mondiale baisserait (-140 000 bpi), essentiellement du fait des pays membres de l'OCDE à l'exception du Japon où la consommation croîtrait avec l'arrivée de l'hiver.

La demande diminuerait en Europe (-470 000 bpi) ainsi qu'aux États-Unis (-210 000 bpi), où le « shutdown » a eu un impact négatif sur la consommation. De même, la demande baisserait de manière saisonnière au Moyen-Orient (-600 000 bpi). En revanche, la consommation chinoise serait dynamique (+330 000 bpi).

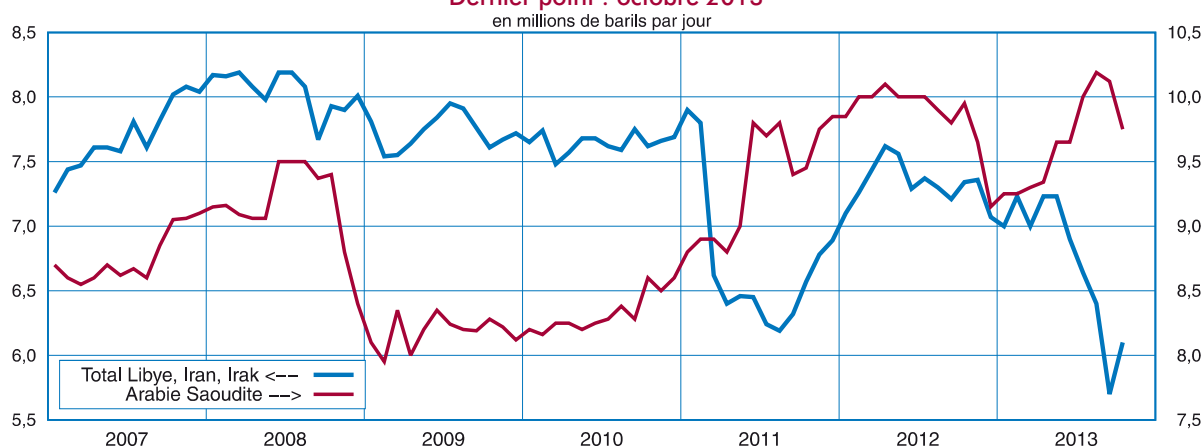
L'offre serait stable par rapport au trimestre précédent. Elle augmenterait dans les pays non-membres de l'Opep (+600 000 bpi), en particulier en Amérique du Nord (+ 600 000 bpi). En revanche, la production diminuerait fortement dans les pays membres de l'Opep (-600 000 bpi), notamment en raison de la baisse saisonnière de l'offre saoudienne (-370 000 bpi entre septembre et octobre).

Au premier semestre 2014, demande et offre gagneraient en dynamisme

Au premier trimestre 2014, l'offre serait à nouveau dynamique (+400 000 bpi) grâce à une production toujours forte aux États-Unis (+300 000 bpi) et à une hausse de la production des pays émergents hors Opep. La production de l'Opep resterait autour du niveau bas observé en octobre, car la production libyenne ne reprendrait que lentement, alors que la hausse de la production iranienne resterait dépendante de la levée éventuelle des sanctions internationales. Au deuxième trimestre, le dynamisme de l'offre serait porté par la production mondiale de biocarburants (+400 000 bpi), alors que la production de pétrole brut des pays de l'Opep resterait à un niveau bas.

La demande de pétrole baisserait au premier trimestre 2014 selon un profil saisonnier habituel en Europe. La demande mondiale augmenterait dès le deuxième trimestre (+ 500 000 bpi), portée par les pays émergents (+1,2 Mbpj) et par l'Europe (+270 000 bpi). *A contrario*, la demande baisserait fortement dans les pays de l'OCDE (-700 000 bpi), essentiellement en raison des baisses saisonnières de la consommation au Japon (-900 000 bpi).

2 - Production de pétrole de l'Arabie Saoudite et de la Libye, de l'Irak et de l'Irak Dernier point : octobre 2013



Le prix du baril de pétrole fluctuerait autour de 110 \$ le baril d'ici mi-2014

À l'horizon de la prévision, les évolutions parallèles de l'offre et de la demande sont compatibles avec une stabilité du prix du pétrole autour de 110\$ par baril. Ce niveau serait compatible avec un environnement géopolitique tendu qui pourrait peser sur la production de l'Opep, alors que ses capacités additionnelles sont déjà faibles.

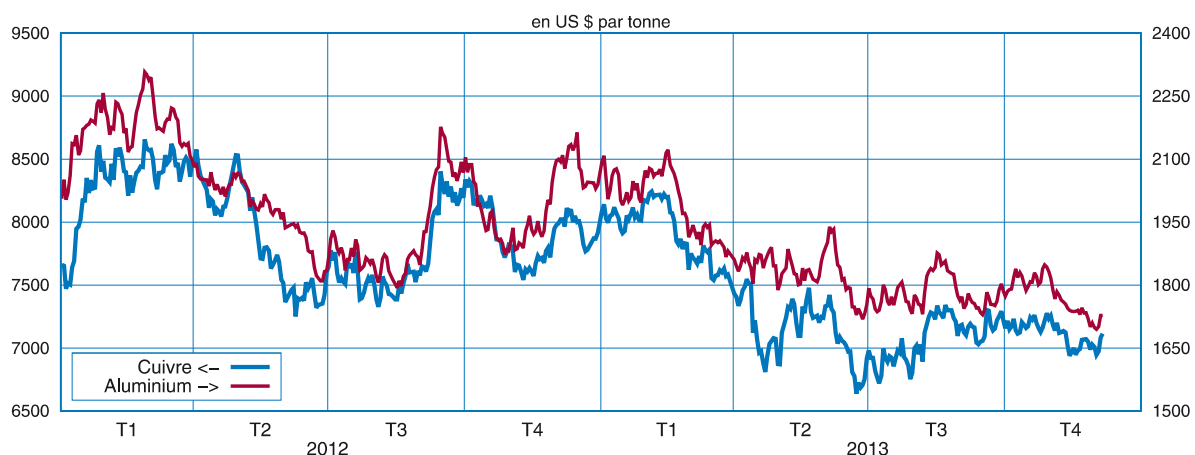
Les cours des matières premières industrielles baissent

Les cours des métaux industriels ont renchéri au troisième trimestre, alors qu'ils baissaient fortement au deuxième trimestre. Les cours du cuivre ont rebondi (cf. graphique 3), bénéficiant en particulier

du rétablissement de la demande chinoise, tandis que les cours de l'aluminium se sont stabilisés. La hausse de production chinoise et les incertitudes entourant la poursuite du soutien de la Fed à l'économie américaine, deuxième consommateur mondial de cuivre, ont cependant entraîné une rechute des cours au quatrième trimestre.

Les fluctuations sur le volume de l'offre mondiale de plusieurs matières premières ont généré des mouvements d'amplitude dans les cours, notamment dans ceux des céréales. En particulier, des conditions climatiques favorables, annonciatrices d'une récolte particulièrement abondante de maïs, ont occasionné une forte baisse du cours au mois de juillet. ■

3 - Cours des métaux industriels Dernier point : 6 décembre 2013



Marchés financiers

Le durcissement des politiques monétaires attendra

Alors que le marché des dettes souveraines ne présente plus de signes de tension, les autorités monétaires des pays avancés continuent d'apporter un fort soutien au financement de l'économie réelle en maintenant leurs taux directeurs très bas, mais aussi par le biais de stratégies non conventionnelles. Tandis que la Banque Centrale Européenne (BCE) a baissé en novembre son taux directeur pour accentuer son soutien à l'économie, la Réserve fédérale (Fed) évoque depuis le deuxième trimestre 2013 une prochaine diminution de ses achats mensuels de titres, à mesure que l'économie américaine se rétablit.

Sur le marché monétaire, le rôle des banques centrales reste important, en particulier dans la zone euro, où les banques des pays d'Europe du sud réalisent toujours une large part de leur refinancement grâce aux prêts de long terme octroyés par la BCE. Le marché interbancaire reste fragmenté et les taux d'intérêt accordés par les banques restent nettement moins favorables dans ces pays.

La hausse des taux longs obligataires observée durant l'été 2013 s'est enrayée à partir de septembre. Les États-Unis, l'Allemagne et la France, pays perçus comme financièrement les plus solides, profitent toujours d'excellentes conditions de financement de leurs dettes souveraines, et certains pays qui avaient connu plus de difficultés (l'Irlande et, dans une moindre mesure, l'Espagne et l'Italie) renouent au quatrième trimestre avec des taux d'intérêt bas.

Sur le marché des actions, les indices boursiers des pays avancés ont maintenu leur hausse au troisième trimestre 2013, profitant toujours du bas niveau des taux obligataires et monétaires. Après une chute au troisième trimestre, les indices boursiers des pays émergents ont globalement retrouvé leur niveau de début d'année, bénéficiant d'un retour de capitaux étrangers.

Sur le marché des changes, l'euro s'est apprécié par rapport au dollar à partir du mois de septembre 2013, notamment en raison de la poursuite de l'assouplissement monétaire américain. À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour les taux de change sont de 1,35 dollar, 137 yens et 0,85 livre pour un euro.

Les politiques monétaires soutiennent toujours l'économie

Les banques centrales des pays avancés continuent de pratiquer des politiques monétaires accommodantes, mais avec des perspectives divergentes. Dans un contexte de repli persistant du marché du crédit et de faible inflation, la BCE a baissé début novembre son principal taux directeur de 25 points de base, à 0,25 %. Par ailleurs, elle se déclare prête à intervenir si les taux du marché interbancaire venaient à remonter, y compris à travers une opération de refinancement de très long terme.

Aux États-Unis, la Fed pratique toujours un taux directeur de 0,25 %. Elle maintient le programme d'achat de titres qui l'amène à acquérir mensuellement 85 Mds \$ de titres. Cependant l'amélioration des perspectives d'activité l'ont conduite à esquisser depuis le deuxième trimestre 2013 une stratégie d'arrêt progressif de ses achats (cf. *éclairages*). Avant fin 2014, mais plus probablement au premier semestre 2014, la Fed pourrait ainsi commencer à réduire le niveau de ses achats.

Dans la lignée du programme d'assouplissement quantitatif qu'elle a initié début 2013, la Banque du Japon pratique toujours une politique monétaire agressive, procédant à l'expansion de la base monétaire à un rythme annuel d'environ 15 % du PIB.

Les déséquilibres persistent sur le marché monétaire européen

Le fonctionnement du marché interbancaire de la zone euro reste marqué par le rôle important de la BCE, qui fournit aux banques un accès au refinancement à faible coût, via la baisse de son taux directeur et le maintien de sa procédure d'appel d'offres à taux fixe pour les opérations principales de refinancement. En conséquence, les taux du marché interbancaire restent bas et peu volatils, mais les volumes qui s'y négocient au jour-le-jour sont faibles. Le marché n'a donc pas retrouvé un fonctionnement normal, et les banques des pays périphériques conservent une part substantielle des liquidités que la BCE leur a fournies lors des deux opérations de refinancement à très long terme de décembre 2011 et février 2012.

Le crédit continue de se replier dans la zone euro

Dans la zone euro, les conditions de financement par le crédit bancaire sont restées dégradées au troisième trimestre 2013 et au début du quatrième, et les encours de crédit bancaire aux sociétés non financières se sont repliés dans tous les pays de la zone euro, à l'exception de la France où ils ont progressé légèrement (cf. graphique 1). Cette mauvaise orientation est visible dans les enquêtes, qui indiquent un léger durcissement des conditions d'accès au crédit pour les entreprises, et un nouveau recul de la demande adressée aux banques. Au quatrième trimestre, ces conditions devraient s'assouplir.

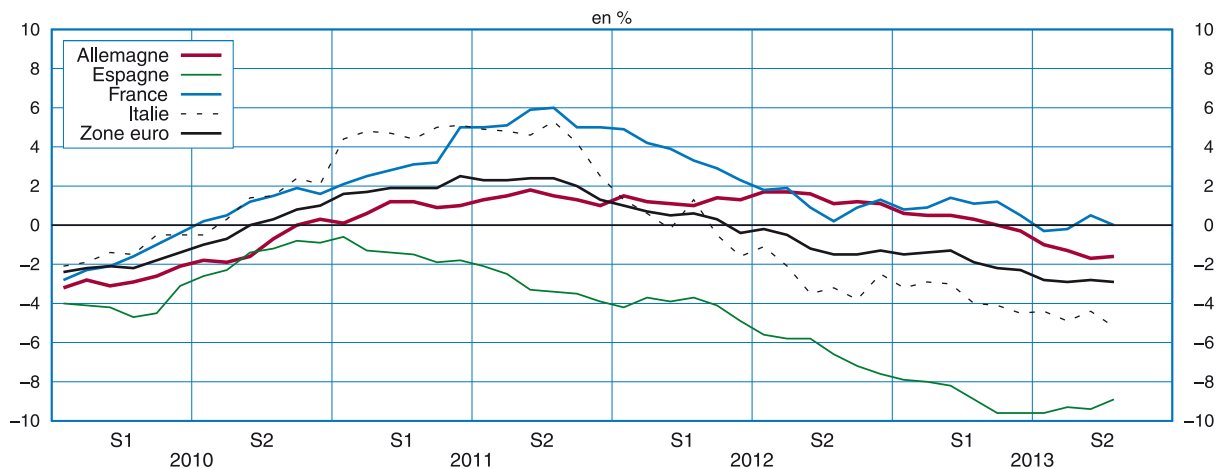
En France, l'encours de crédit aux sociétés non financières s'est stabilisé à la fin du troisième trimestre 2013 avec un glissement annuel de -0,1% au mois d'octobre. Les crédits à l'investissement continuent de croître (+1,9% en octobre) et sont plus dynamiques que les crédits de trésorerie de courte maturité, qui reculent de nouveau (-6,1%).

Pour les ménages, l'encours de crédit à la consommation s'est lui aussi replié en rythme annuel en octobre pour le 16^{ème} mois consécutif. Ce repli masque toutefois un certain dynamisme des crédits nouveaux à la consommation. En ce qui concerne le crédit immobilier, le rythme de croissance des crédits nouveaux reste soutenu en octobre.

La normalisation du marché obligataire se poursuit

Les déclarations du Président de la Fed portant sur une éventuelle diminution des achats de titres mensuels opérés par l'institution avant la fin 2013 avaient entraîné avant l'été une hausse de l'incertitude et une remontée des taux souverains. À la fin du troisième trimestre 2013, ces inquiétudes se sont dissipées avec les discours plus accommodants de la Fed, matérialisés par la décision, qui a surpris les marchés, de ne pas diminuer ses achats lors de la réunion de septembre. Les conditions de financement de la dette souveraine des États financièrement les plus solides (États-Unis, Allemagne et France) restent très avantageuses. Par ailleurs, les conditions de financement des dettes souveraines espagnole et italienne s'améliorent. En Grèce, les taux d'intérêt sur le marché secondaire de la dette publique ont nettement baissé, mais le pays n'émet toujours pas de dette souveraine de long terme. Les taux d'intérêt ne baissent en revanche plus guère au Portugal au quatrième trimestre 2013. Ainsi, la sortie du programme d'aide de la *Troïka* dont il bénéficiait depuis 2011, et qui arrive à échéance en 2014, semble incertaine.

1 - Glissement annuel des encours de crédit bancaire aux sociétés non financières dans la zone euro
Dernier point : octobre 2013



Source : Banque Centrale Européenne

Développements internationaux

Le prix des actions reste élevé dans les pays avancés

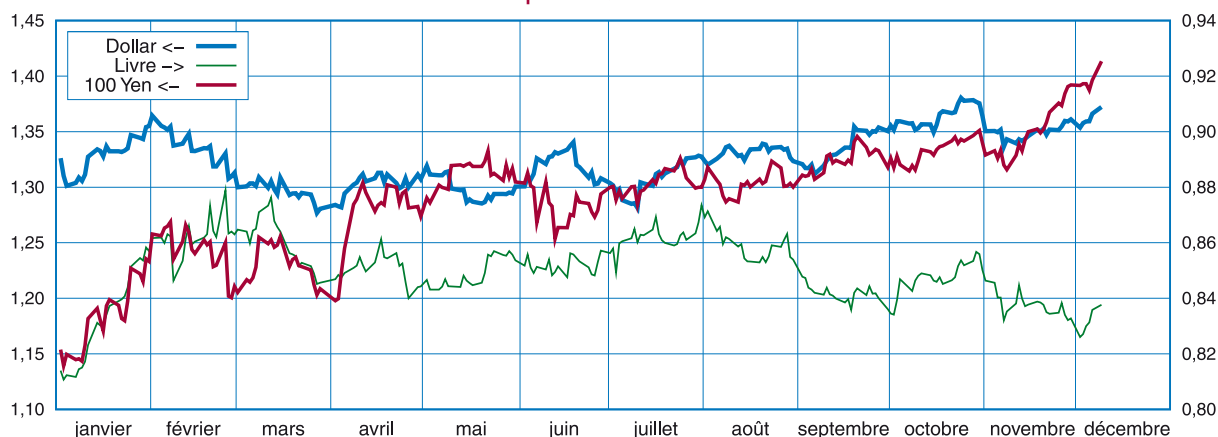
Portés par des perspectives de croissance renforcées aux États-Unis et dans la zone euro, les indices boursiers des économies avancées progressent de nouveau au second semestre. Ce rythme s'est toutefois atténué, en raison de l'incertitude sur l'attitude de la Fed dans les mois à venir.

Les indices boursiers des pays émergents avaient fortement baissé au troisième trimestre 2013, mais l'annonce du maintien de l'assouplissement monétaire américain a conduit à une hausse boursière à partir de septembre.

L'euro à un niveau élevé face au dollar

La poursuite de l'assouplissement monétaire américain annoncée dès le mois de septembre, conjuguée à l'impact du « *shutdown* », a renforcé l'euro par rapport au dollar à partir du mois de septembre. Au début du mois d'octobre, le taux de change a atteint 1,38 dollar pour 1 euro, son plus haut niveau depuis novembre 2011. Début décembre, l'euro s'est établi à 1,36 dollar (cf. graphique 2). ■

2 - Taux de change de l'euro en 2013 Dernier point : 9 décembre 2013



Source : Banque Centrale Européenne

Quantitative Easing : quels effets sur l'économie américaine ?

La Fed a mis en œuvre depuis 2008 des politiques monétaires inédites aux États-Unis

En réaction à la crise de 2008, la Fed a fortement réduit son taux directeur entre août 2007 et décembre 2008, de 5,25 % à 0,25 %. Dès lors, pour continuer à assouplir sa politique monétaire, elle a mené une politique jusque-là inédite aux États-Unis : l'achat de titres à grande échelle, nommé *Quantitative Easing* (QE) (assouplissement quantitatif). Ces opérations successives, qui ont consisté essentiellement à acheter des bons du Trésor américain et des titres adossés à des créances hypothécaires (*Mortgage-backed securities - MBS*), sont résumées ici (cf. tableau).

Au total, la Fed détient aujourd'hui de l'ordre de 3 500 Mds \$ de titres à son actif (dont près de 40 % de titres adossés à des créances hypothécaires, cf. graphique 1), contre moins de 800 Mds \$ en 2007 (uniquement des bons du Trésor américain). Par ailleurs, la maturité moyenne des titres détenus a fortement augmenté : alors que les titres de maturité résiduelle supérieure à 5 ans représentaient 20 % du portefeuille de titres de la Fed en 2007, ils en représentent 68 % aujourd'hui.

Ces achats de titres à grande échelle ont contribué à la diminution des taux d'intérêt

L'objectif de la Fed est de maintenir bas les taux d'intérêt à long terme afin de soutenir la consommation et l'investissement. Alors que le taux directeur, outil traditionnel des banques centrales, influe d'abord sur les taux d'intérêt de court terme, l'assouplissement quantitatif agit directement sur la formation des taux d'intérêt de long terme, via deux canaux mutuellement non exclusifs, ainsi que directement sur le marché hypothécaire.

Baisse des taux d'intérêt via le canal du portefeuille

L'achat de titres est financé par la Fed par l'augmentation des réserves que les banques détiennent en monnaie banque centrale, laquelle ne peut être utilisée que dans les relations interbancaires. Contrairement à une idée répandue, le *Quantitative Easing* ne correspond donc pas à une création monétaire sans contrepartie : il n'y a pas d'augmentation immédiate du volume des actifs financiers des agents privés, mais seulement une modification de structure.

Le *Quantitative Easing* a, en revanche, un effet mécanique sur le rendement des titres achetés : comme la quantité de bons du Trésor et de MBS sur les marchés a diminué, leur prix

augmente et, de manière équivalente, leur rendement baisse. De plus, certains investisseurs peuvent chercher à rééquilibrer leurs portefeuilles par l'acquisition d'autres titres, dont les prix se mettent alors à augmenter à leur tour.

En outre, la Fed, du fait de son intervention, endosse une partie des divers risques auxquels sont soumis les détenteurs de titres, ce qui amplifie la baisse du rendement via la diminution de la prime de terme (prime que les agents exigent en contrepartie de l'incertitude sur le rendement réel des titres de longue maturité). Cet effet additionnel est faible, par définition, pour les actifs sans risque que sont les bons du Trésor, mais est potentiellement important dans le cas des MBS en 2009, qui étaient très peu liquides.

Baisse des taux d'intérêt via le canal du signal de politique monétaire

Les achats de titres à grande échelle renforcent la crédibilité de la politique de taux bas de la Fed pour une période prolongée. Tout d'abord, ceux-ci agissent auprès des investisseurs comme un révélateur de l'opinion de l'institution sur la situation de l'économie. De plus, un relèvement du taux directeur se traduirait à la fois par une diminution de la valeur des titres que détient la Fed et par une hausse de la rémunération des réserves des banques, aujourd'hui très élevées.

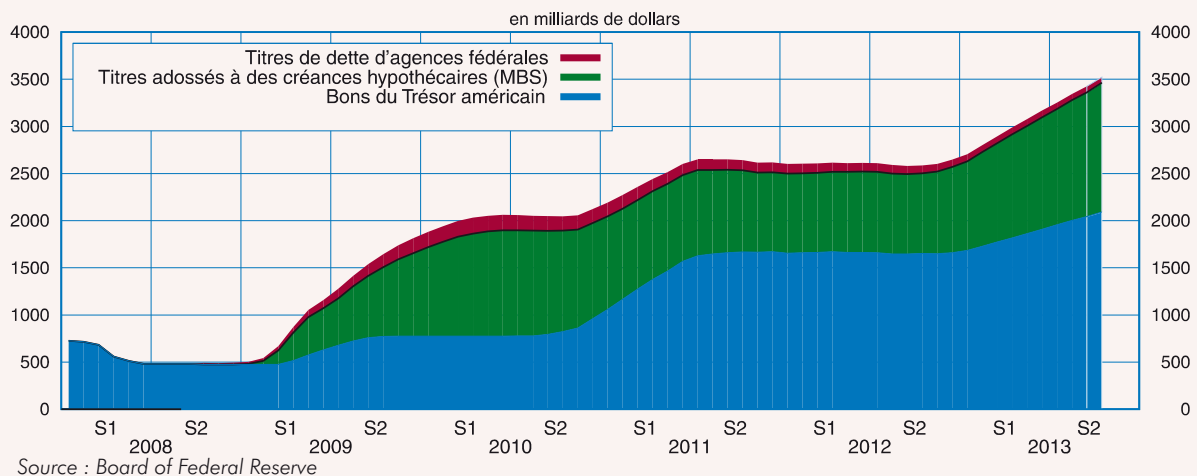
Une baisse de 15 à 25 points de base pour 600 Mds\$ d'achats de titres lors du QE2

Les taux d'intérêt à long terme, que ce soit ceux des bons du Trésor, des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), ou même des obligations d'entreprises, ont

nettement diminué depuis fin 2008 (cf. graphique 2), alors que le taux directeur de la Fed est resté inchangé, à 0,25 %. De nombreux chercheurs ont tenté de quantifier la contribution du *Quantitative Easing* à cette baisse observée des taux d'intérêt de long terme, et à distinguer le rôle respectif des deux canaux mentionnés précédemment. Ces travaux portent surtout sur le QE1 et le QE2, car le QE3 est encore trop récent. Plusieurs travaux empiriques concluent à l'existence du canal du signal de politique monétaire et utilisent une méthodologie dite « *d'event studies* » : ils mesurent l'évolution des taux immédiatement après l'annonce d'un événement de politique monétaire, alors que celle-ci n'a pas encore été mise en œuvre (cf. par exemple, Bauer et Rudebusch (2013) et Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen (2011)). Par ailleurs, les mouvements de taux d'intérêt observés (à la hausse) en mai 2013 lors de l'annonce par la Fed d'une prochaine réduction du rythme d'acquisition de titres, puis (à la baisse) en septembre 2013 lors de l'annonce de la poursuite à un rythme inchangé des acquisitions de titres, confirment l'importance du canal du signal de politique monétaire. L'importance du canal du portefeuille dans la baisse des taux d'intérêt est plus discutée. D'une part, aussi importants soient-ils, les achats de titres souverains effectués par la Fed ne représentent en effet qu'une faible proportion de la totalité de la dette émise par l'État fédéral sur le marché américain des titres obligataires, qui a fortement augmenté pendant la crise. D'autre part, ces achats ont porté sur des segments très spécifiques du marché, sur lesquels la Fed a été un acquéreur prépondérant.

Opération	Période effective	Titres achetés par la Fed
QE1	De décembre 2008 à mars 2010	- MBS (1 250 Mds \$) + dette d'agences gouvernementales (175 Mds \$) + Bons du Trésor (300 Mds \$)
QE2	De novembre 2010 à juin 2011	- Bons du Trésor de longue maturité uniquement (600 Mds \$)
MEP (opération twist)	De septembre 2011 à décembre 2012	- Échange (667 Mds \$) de bons du Trésor afin d'augmenter la maturité résiduelle des titres détenus
QE3	Depuis septembre 2012	- MBS (40 Mds \$ par mois, toujours en cours)
QE3 étendu	Depuis janvier 2013	- Bons du Trésor (45 Mds \$ par mois, toujours en cours)

1 - Montant des titres détenus fermement par la Réserve fédérale



Au total, l'impact à la baisse de l'assouplissement quantitatif sur les taux de long terme ne fait guère de doute, mais il semble avoir été plus marqué à ses débuts, lorsqu'il s'agissait de contrer la forte détérioration des conditions de financement. Si le consensus des travaux effectués sur le premier programme d'achat de titres estime que celui-ci a permis une baisse des taux longs d'environ 50 points de base, Williams (2013) estime, à partir d'une synthèse de l'ensemble des études collectées sur le sujet, que l'achat de 600 Mds\$ de titres lors de la seconde opération a conduit à une baisse du taux d'intérêt à long terme de 15 à 25 points de base, ce qui correspond à l'effet généré habituellement par une baisse de 75 à 100 points de base du taux directeur.

Son effet sur l'économie réelle est discuté

La plupart des travaux de recherche, au stade actuel, se sont concentrés sur l'impact de l'assouplissement quantitatif sur les taux d'intérêt, et peu d'entre eux se sont focalisés sur l'impact de ces mesures sur l'économie réelle et ce pour plusieurs raisons : par manque de recul temporel pour des phénomènes susceptibles de diffuser lentement à l'économie, et aussi parce qu'il est difficile de construire la trajectoire qu'aurait eue l'économie sans ces mesures (un

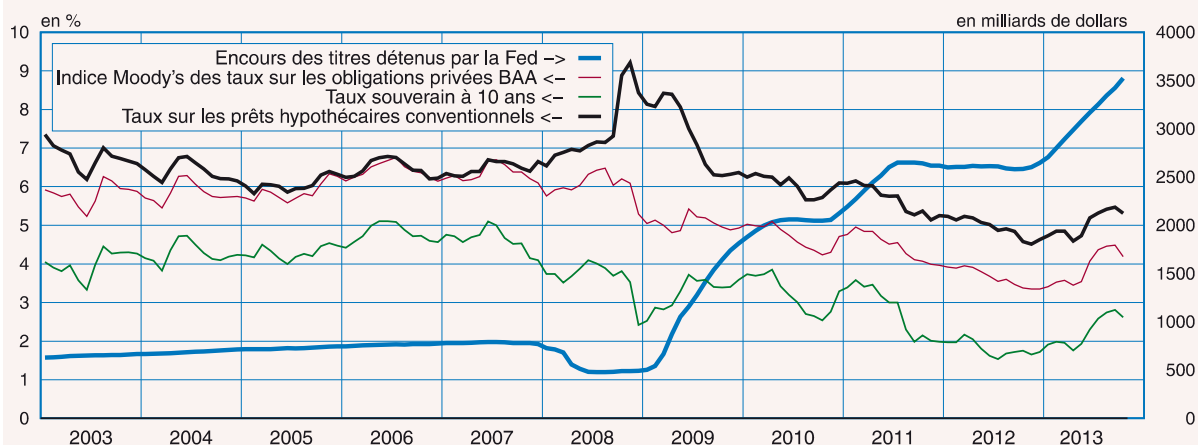
« scénario contrefactuel ») notamment en l'absence de précédents historiques permettant d'extraire des régularités statistiques.

Baisse du coût de financement des entreprises, mais quel impact sur leur investissement ?

La baisse des taux d'intérêt a permis de réduire le coût de financement des entreprises, et ce d'autant plus qu'aux États-Unis la part de l'endettement obligataire dans le financement est plus élevée qu'en Europe. Les entreprises plus petites ayant moins accès aux marchés de capitaux ont pu en bénéficier par un effet de deuxième tour, c'est-à-dire soit par une hausse de la demande qui leur est adressée par les grandes entreprises, si elles en sont les fournisseurs, soit par une hausse du crédit commercial, si elles se fournissent auprès d'elles.

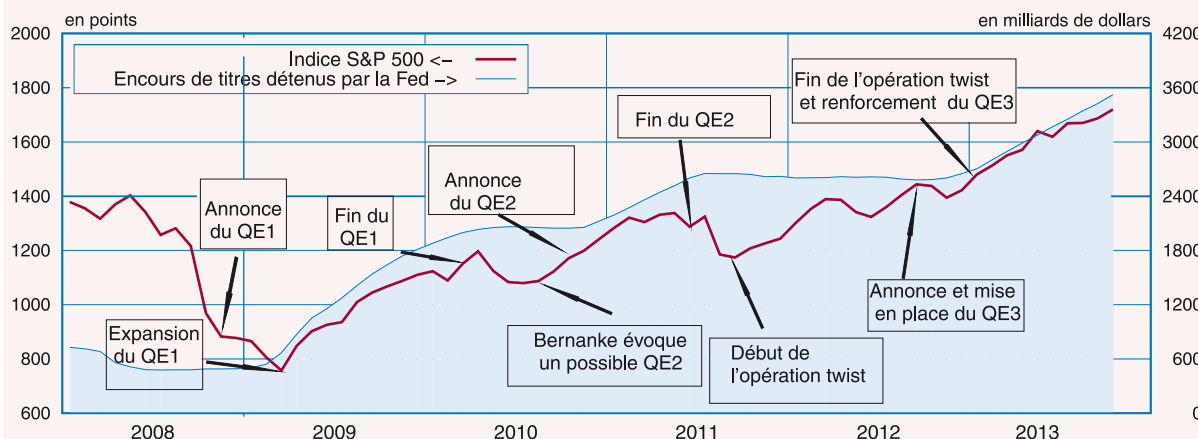
Cette réduction du coût de financement est toutefois intervenue dans un contexte où la situation financière des entreprises américaines est globalement excellente, qu'elle soit mesurée par le taux de marge, le taux de profit, ou la trésorerie disponible. La baisse des taux d'intérêt générée par le Quantitative Easing a donc vraisemblablement peu contribué au redémarrage de l'investissement des

2 - Impact des politiques d'assouplissement quantitatif sur les taux longs publics et privés aux États-Unis



Source : Board of Federal Reserve

3 - Impact de l'assouplissement quantitatif sur le prix des actions



Sources : Board of Federal Reserve, Standard and Poor's

entreprises, lequel reste d'ailleurs poussif. Le taux d'investissement n'a pas progressé depuis mi-2011, et reste inférieur à sa moyenne de long terme.

Le prix des actions a été soutenu par l'assouplissement quantitatif

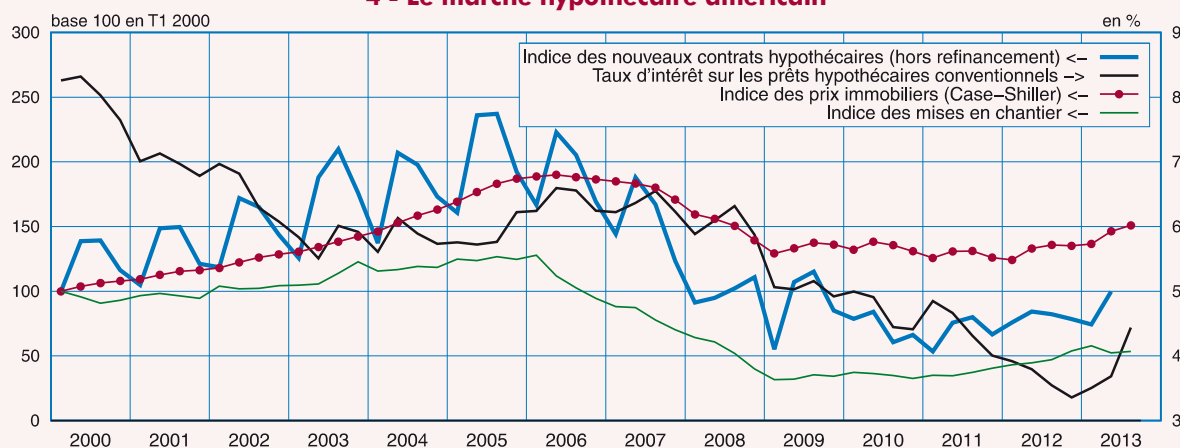
La baisse des taux d'intérêt sur les obligations a rendu comparativement les actions plus rentables, ce qui a augmenté la demande des investisseurs pour celles-ci. En conséquence, leur prix a augmenté simultanément aux achats de titres opérés par la banque centrale (cf. graphique 3). Il reste cependant difficile de quantifier l'impact du *Quantitative Easing* sur la hausse observée. D'une part, le *price-to-earnings ratio*¹ moyen des entreprises américaines ne semble pas à un niveau particulièrement élevé, même s'il a augmenté depuis le point bas de la crise : il est aujourd'hui à son niveau moyen de 2004-2006. D'autre part, la hausse des taux obligataires consécutive à l'annonce de la stratégie de sortie de la Fed en mai et juin 2013 n'a pas entraîné de correction à la baisse du prix des actions, ce qui relativise l'impact de la politique menée par la banque centrale sur celui-ci.

La baisse des taux hypothécaires a contribué au redémarrage de l'immobilier

Les achats de titres hypothécaires ont entraîné une baisse des taux de crédit immobilier. Celle-ci ne s'est pas traduite immédiatement sur l'activité, car la crise immobilière a entraîné l'apparition d'un fort stock de logements à vendre provenant de la saisie des maisons des ménages ayant fait défaut sur leurs prêts, ce qui a différé à fin 2011 le rebond des prix. Ce redressement coïncide avec celui des mises en chantier (après une baisse de 59 % entre 2007 et 2009, puis une stabilisation, elles ont crû de 28 % en 2012) et avec la reprise de la signature de nouveaux contrats hypothécaires (cf. graphique 4). L'impact du *Quantitative Easing* sur la reprise du marché immobilier semble d'autant plus avéré que la hausse des taux hypothécaires à l'été 2013 s'est accompagnée d'une baisse des mises en chantier.

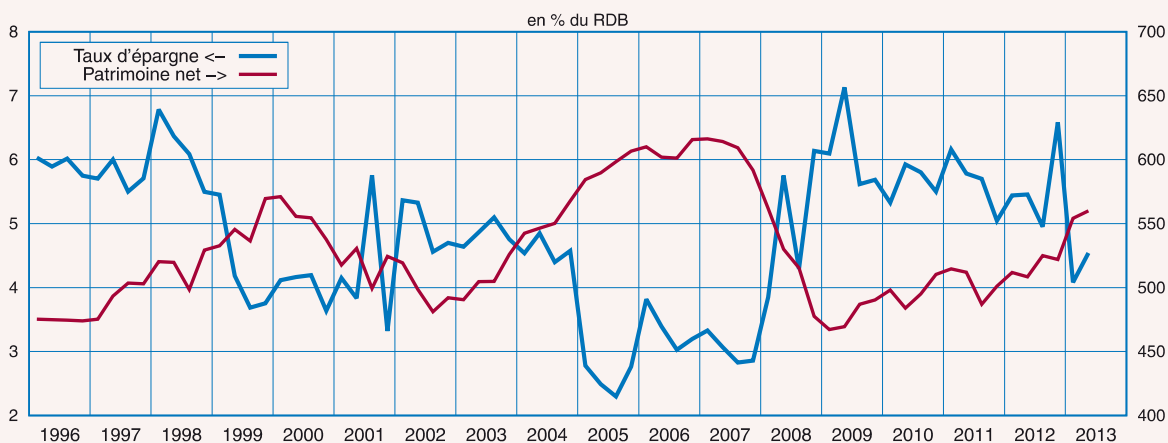
(1) Le *price-to-earnings ratio* (ratio cours sur bénéfices) est égal à la capitalisation boursière d'une entreprise divisée par son résultat net. Il est une mesure du taux d'actualisation des profits futurs par les investisseurs.

4 - Le marché hypothécaire américain



Source : BEA

5 - Patrimoine et taux d'épargne des ménages américains



Source : Mortgage Bankers Association, Board of Federal Reserve, Census Bureau, Standard and Poor's

La hausse du prix des actifs semble avoir contribué à la baisse des taux d'épargne des ménages

Aux États-Unis, contrairement aux pays d'Europe continentale, un lien causal sur le passé entre variation du prix des actifs et taux d'épargne des ménages ressort empiriquement ; c'est ce qu'on appelle « l'effet richesse ». Et force est de constater que l'augmentation du patrimoine net des ménages depuis 2009 s'est bien accompagnée d'une baisse tendancielle du taux d'épargne des ménages américains (cf. graphique 5).

Quel impact macroéconomique global ?

Les seuls travaux évaluant l'impact global sur l'économie américaine de l'assouplissement quantitatif sont davantage des simulations, réalisées à partir de modèles macroéconomiques, que des évaluations. *Chung et al. (2012)*, à l'aide du modèle de prévision utilisé par la Fed modifié pour inclure la possibilité d'une transmission par le canal du portefeuille, estiment ainsi l'impact du premier programme à une hausse de 2 points de PIB et le cumul des deux premiers programmes à une hausse de 3 points de PIB. D'après *Chen et al. (2012)*, les 600 Mds\$ d'achats de titres effectués lors du second programme auraient conduit à une hausse du niveau du PIB américain comprise entre 0,2 et 1,0 % selon la méthode utilisée, par rapport à une situation où la Fed n'aurait pas conduit ces opérations. De plus, leur modèle trouve un impact bien plus faible des achats de titres si la Fed ne s'était pas engagée à long terme à maintenir les taux de court terme à un niveau bas, ce qu'illustre l'importance du canal du signal de politique monétaire. Le fait que ces modèles supposent dans leurs spécifications le bon fonctionnement des canaux de transmission du *Quantitative Easing* incite cependant à lire prudemment leurs conclusions.

Conclusion : des effets difficiles à mesurer, une sortie périlleuse

Des effets sur l'économie réelle mal mesurés et en tout état de cause limités

D'après les études empiriques, le *Quantitative Easing* semble donc avoir eu un impact baissier sur les taux d'intérêt. L'effet resterait toutefois limité, compris entre 15 et 25 points de base pour 600 Mds\$ d'achats de titres.

Il est difficile d'estimer un effet de cette baisse du coût de financement sur l'investissement des entreprises ; en revanche, l'effet sur les dépenses des ménages (consommation, via l'effet richesse, et logement, via la baisse des taux) semble plus visible.

Par ailleurs, l'augmentation du prix de l'ensemble des actifs générée par le *Quantitative Easing* a eu des effets anti-redistributifs majeurs, ceux-ci étant très majoritairement possédés par les ménages les plus aisés (cf. le rapport de la Banque d'Angleterre (2012)).

Et une sortie complexe à gérer

Le *Quantitative Easing* a été mis en place dans un contexte de crise économique aiguë et de préoccupations de déflation. Avec la reprise qui se confirme et la hausse du crédit qui devrait en résulter se fait jour également le besoin de modérer l'expansion de la base monétaire, sous peine de désancrer les anticipations des prix des actifs (immobiliers, financiers).

Par une série de communications successives depuis le deuxième trimestre 2013, la Fed a tenté de donner des éléments sur sa « stratégie de sortie ». Le 22 mai 2013, la Fed a précisé sa doctrine :

- étape 1 : si la situation économique le permet, la Fed pourrait commencer à diminuer le volume mensuel de ses achats avant la fin de l'année 2013,
- étape 2 : les achats mensuels de titres prendraient fin autour de mi-2014,
- étape 3 : le taux directeur restera à un bas niveau « longtemps » après la fin des achats mensuels.

Ces échéances sont toutefois depuis lors devenues plus incertaines et ont été probablement retardées. En effet, l'annonce de cette stratégie a conduit à une hausse marquée des taux souverains et hypothécaires, de près de 100 points de base, alors même que seule avait été envisagée l'extinction progressive des achats de titres, et non une réduction du stock de titres possédés. De fait, il est très probable que les marchés interprètent l'inflexion du QE comme un rapprochement de la date de relèvement des taux courts. La sortie de ce dispositif restera donc périlleuse, tant que la Fed n'aura pas réussi à découpler les anticipations de long terme des agents sur le niveau des taux directeurs des flux mensuels d'achats de titres.

La forward guidance semble générer des résultats conséquents

Afin de peser à la baisse sur les taux d'intérêt, la Fed a également donné des indications prospectives sur sa politique future de taux directeur (*forward guidance*). Cette nouvelle communication semble avoir eu des effets marqués immédiats. Ainsi, en août 2011, lorsque la Fed a annoncé qu'elle allait « probablement garantir de bas niveaux pour les taux directeurs au moins jusqu'à mi-2013 », les taux d'intérêt ont immédiatement baissé de 20 points de base, et le délai attendu par les marchés avant toute modification de taux est passé de 4 à 7 trimestres. Ce type d'effets a une nouvelle fois été observé en janvier 2012 et septembre 2012 (lorsque l'horizon a été porté respectivement à fin 2014 et mi-2015). ■

Zone Euro

Reprise, mais modérée

Au troisième trimestre 2013, l'activité dans la zone euro a ralenti (+0,1 % après +0,3 % au deuxième trimestre). Les exportations ont fortement ralenti dans l'ensemble des pays de la zone euro.

Les enquêtes de conjoncture continuent de se redresser, et le climat des affaires dans l'industrie est désormais dans la zone d'expansion. L'activité dans la zone euro croîtrait donc de nouveau modérément à partir du quatrième trimestre 2013 (+0,3 % par trimestre). Le recul du pouvoir d'achat s'atténuerait du fait d'un moindre repli de l'emploi. Les perspectives en termes d'activité et d'emploi s'améliorant, les ménages diminueraient leur épargne de précaution et la consommation augmenterait donc faiblement. L'accélération progressive de l'activité et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement soutiendraient le redémarrage de l'investissement en équipement. Dans la construction, la baisse de l'investissement s'atténuerait. La contribution des échanges extérieurs à la croissance deviendrait quasiment nulle, la reprise des importations compensant la hausse des exportations.

Au total, en 2013, l'activité reculerait de 0,4 %, après -0,6 % en 2012. L'acquis de croissance pour 2014 fin juin serait en revanche nettement positif à +0,9 %.

Croissance faible au troisième trimestre 2013

Au troisième trimestre 2013, le PIB a progressé de 0,1 %, confirmant la sortie de récession de la zone euro. Ce ralentissement par rapport au deuxième trimestre (+0,3 %) tient à une très forte décélération des exportations dans l'ensemble des pays de la zone euro (+0,2 % après +2,1 %). La contribution des échanges extérieurs a été de -0,3 % contre +0,3 % au deuxième trimestre 2013.

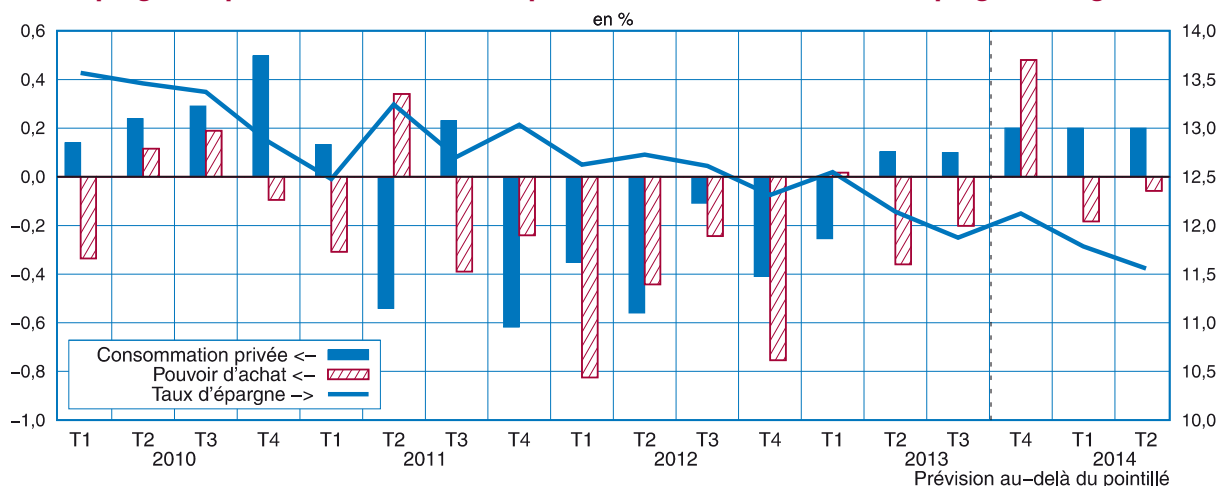
Reprise modérée de l'activité

Les enquêtes de conjoncture se redressent depuis mi-2013, malgré un repli au mois d'octobre. Le climat des affaires est ainsi dans la zone d'expansion pour la première fois depuis 2011.

L'activité dans la zone euro progresserait de nouveau modérément d'ici mi-2014 (+0,3 % par trimestre), portée notamment par la demande intérieure dans un contexte de moindre consolidation budgétaire.

La divergence conjoncturelle dans la zone euro se résorberait en partie. L'activité serait dynamique en Allemagne et, dans une moindre mesure, en France, tandis que l'Espagne rejoindrait à l'horizon de prévision le rythme de croissance de ces deux pays. En revanche, en Italie, l'activité progresserait à peine au premier semestre 2014.

1 - L'épargne de précaution se réduirait et permettrait à la consommation de progresser légèrement



Sources : Eurostat, calculs Insee

Développements internationaux

Une consommation poussive

L'emploi baisserait à un rythme de plus en plus modéré, et se stabiliserait au deuxième trimestre 2014. Après avoir stagné en 2011 et 2012, la productivité continuerait de se redresser, comme c'est le cas depuis début 2013. Le taux de chômage augmenterait de nouveau légèrement et atteindrait 12,4 % au deuxième trimestre 2014, contre 12,1 % en octobre 2013.

Les salaires nominaux progresseraient de nouveau modérément à l'horizon de la prévision, avec des hausses marquées en Allemagne et une stabilité en Espagne et en Italie. Au quatrième trimestre 2013, la restauration du quatorzième mois dans la fonction publique espagnole ferait fortement progresser les salaires qui reculeraient au trimestre suivant. Au total, la baisse du pouvoir d'achat s'atténuerait à l'horizon de la prévision (en glissement annuel, 0,0 % au deuxième trimestre 2014 après -1,3 % au deuxième trimestre 2013).

Les perspectives en termes d'activité et d'emploi s'améliorant, les ménages diminueraient leur épargne de précaution. La consommation augmenterait donc faiblement (+0,2 % par trimestre).

L'investissement en équipement repartirait

Les conditions d'octroi de crédit ont cessé de se durcir dans la zone euro depuis début 2013, sauf en Italie. En Espagne, elles se sont même assouplies pour la première fois depuis 2010. Cette amélioration devrait se poursuivre, et gagner l'Italie. Par ailleurs, l'accélération progressive de l'activité, telle qu'elle est anticipée aujourd'hui par les entrepreneurs dans leurs réponses aux enquêtes de conjoncture, et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement soutiendraient la reprise de l'investissement productif, qui serait marquée en Espagne et dans une moindre mesure en Italie.

Dans la construction, la baisse de l'investissement s'atténuerait. La confiance dans le secteur s'améliore quelque peu, tout en restant à un niveau très bas.

Les échanges extérieurs soutiendraient plus modestement la croissance d'ici mi-2014

Les exportations continueraient à croître à l'horizon de la prévision, soutenues par la hausse de la demande adressée à la zone euro. Les importations augmenteraient de manière soutenue, en lien avec le dynamisme des exportations et le redressement de la demande intérieure.

La contribution des échanges extérieurs resterait donc légèrement positive jusqu'à fin 2013 et au premier trimestre 2014 avant de devenir neutre au deuxième trimestre 2014. La croissance de la zone euro se rééquilibrerait ainsi progressivement.

L'inflation resterait faible

En novembre, l'inflation d'ensemble s'établit à +0,9 %. Elle progresserait à +1,1 % en glissement annuel d'ici juin 2014, soutenue par les prix de l'énergie. Sous l'hypothèse d'un baril de Brent stable en prévision à 110\$ et sous l'effet des sorties de glissement de la baisse du printemps 2013, le glissement annuel des prix des produits énergétiques augmenterait en effet jusqu'à +2,3 % en juin 2014.

Par ailleurs, en l'absence de pressions inflationnistes, limitées par un taux de chômage élevé dans la plupart des pays de la zone euro, l'inflation « sous-jacente » diminuerait légèrement à +0,8 %.

Les écarts d'inflation au sein de la zone euro reviennent progressivement en ligne avec les fondamentaux

De 2009 à 2012, les écarts d'inflation au sein de la zone euro étaient contraires aux fondamentaux économiques

Les principales économies de la zone euro ont connu des trajectoires divergentes depuis 2009 : alors que la reprise a été durable, quoique modérée, en Allemagne, la croissance a été quasi nulle en France de mi-2011 à mi-2013, tandis que l'Italie et l'Espagne ont été, à partir de 2011, en récession marquée. De même, la situation sur le marché du travail a été contrastée selon les pays de la zone, tant en termes de niveau

(faible en Allemagne, très élevé en Espagne) que d'évolution du chômage. Pour autant, cette divergence des économies européennes ne s'est pas retrouvée dans l'inflation en 2011 et 2012, avec une augmentation annuelle des prix plus élevée en Italie et en Espagne (entre 2,5 et 3 %) qu'en France et en Allemagne⁽¹⁾ (inférieure à 2,5 %).

(1) cf. dossier de la Note de conjoncture de mars 2013, « Pourquoi, dans la zone euro, l'inflation n'est-elle pas plus faible dans les pays les plus affectés par la crise ? ».

En 2013, les écarts d'inflation reviennent progressivement en ligne avec l'activité économique

Les écarts de conjoncture se sont poursuivis en 2013 dans la zone euro. Même si les taux de chômage sont à peu près en voie de stabilisation, à des niveaux très différents, le taux de croissance de l'activité en Allemagne serait toujours plus fort qu'en France, et l'activité en Italie et Espagne serait toujours très faible. En revanche, les écarts d'inflation entre les quatre économies sont nettement plus conformes aux positions respectives des économies dans le cycle conjoncturel, en 2013, que les quatre années précédentes. Comme prévu¹, les effets temporaires des hausses de la fiscalité indirecte et de la forte inflation énergétique ont cessé de nourrir l'inflation. L'Espagne aurait ainsi une inflation d'ensemble proche de zéro fin 2013 et l'inflation d'ensemble diminuerait plus en Italie et en Espagne qu'en France et qu'en Allemagne (cf. graphique 1).

Cette baisse de l'inflation peut être décomposée par produits (cf. tableau 1)².

La baisse des prix de l'énergie a contribué pour tous les pays à la baisse de l'inflation, mais de manière plus marquée en Italie et en Espagne. Dans ce dernier pays, la sortie de glissement de la hausse de TVA du 1^{er} septembre 2012 a eu un effet encore plus important.

En 2011 et 2012, l'inflation alimentaire était plus élevée en Allemagne et en France qu'en Italie et en Espagne. En octobre 2013, les prix de l'alimentation diminuent plus fortement en France qu'en Italie, tandis qu'ils croissent légèrement en Espagne et en Allemagne, le glissement annuel de l'inflation alimentaire contribue pour 0,1 point à la progression de l'inflation entre octobre 2012 et octobre 2013.

En octobre 2013, les prix de l'énergie seraient plus faibles qu'un an auparavant dans chacun des pays considérés, particulièrement en Espagne et en Italie. Ainsi, le secteur de l'énergie contribuerait le plus aux baisses de prix, sa contribution s'élevant à -1,2 point dans ces deux pays.

L'inflation dans les services diminuerait en Espagne et en Italie, contribuant ainsi pour 0,2 point à la baisse de l'inflation d'ensemble dans ces deux pays. Elle serait davantage conforme aux positions dans le cycle d'activité des économies espagnole et italienne.

Enfin, l'inflation des produits manufacturés baisse tendanciellement depuis début 2012 dans les quatre pays. En glissement annuel à fin octobre, elle est toutefois stable en Espagne car elle avait davantage baissé auparavant (cf. graphique 2).

(2) Cette décomposition des prix est faite à taux de taxation constant ou corrigée le cas échéant des variations à taux de fiscalité indirecte

1 - Glissement annuel de l'inflation d'ensemble dans les quatre principales économies européennes

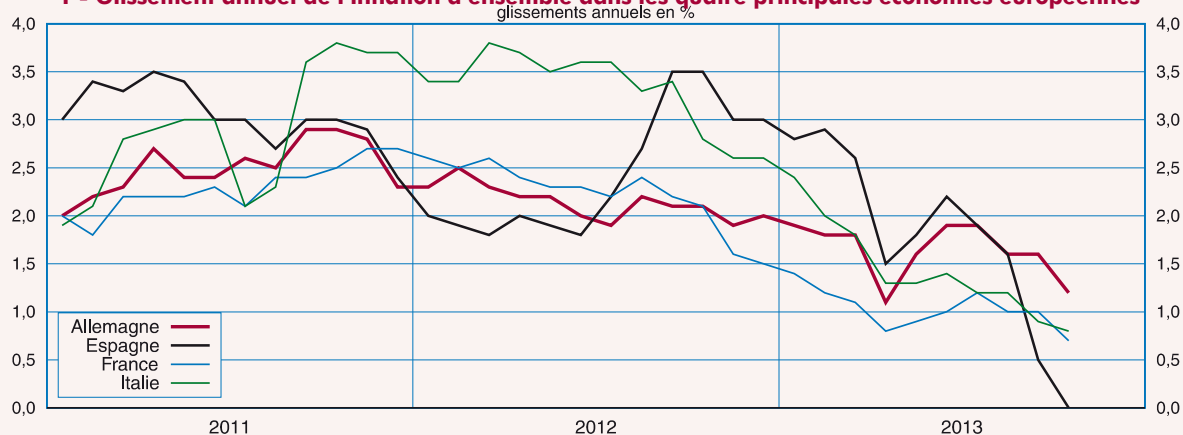


Tableau 1
Contributions des différents secteurs aux variations des glissements annuels des prix en Allemagne, Espagne, France et Italie (écart entre octobre 2012 et octobre 2013)

Pays	Ensemble (taxe non-constante)	Produits manufacturés (à taxation constante)	Énergie (à taxation constante)	Alimentation (à taxation constante)	Services (à taxation constante)	Effet taxes
Allemagne	-0,9	-0,2	-0,7	0,1	0,0	-0,1
Espagne	-3,5	0,0	-1,2	0,1	-0,2	-2,3
France	-1,4	-0,3	-0,6	-0,6	0,2	-0,1
Italie	-2,0	-0,3	-1,2	-0,3	-0,2	0,0

Source : Insee

Développements internationaux

Le mécanisme de formation des prix dans les différents pays continue de limiter les divergences d'inflation entre pays

En moyenne annuelle, les inflations sous-jacentes de l'Allemagne, de l'Espagne et de l'Italie seraient quasiment les mêmes en 2013 (de l'ordre de +1,0%), tandis que celle de la France serait significativement plus faible (+0,6%)³. Pour mémoire, en moyenne 2011-2012, l'Italie se distinguait par une inflation sous-jacente nettement plus élevée, tandis que celle de la France était identique à celle de l'Espagne et de l'Allemagne.

Tout d'abord, les divergences persistantes de situation des marchés du travail entre l'Allemagne et l'Espagne continuent de se traduire dans les coûts salariaux : ceux-ci ont nettement ralenti en 2013 par rapport à 2011-2012 dans les deux pays, mais l'écart de taux de croissance reste de 2% (+1,9% contre -0,1%). Alors que le ralentissement est également

marqué en France (de +2,6% en 2011-2012 à +1,7% en 2013), l'Italie se distingue avec une légère accélération des coûts salariaux (de +1,0% à +1,3%).

La divergence des coûts salariaux entre l'Allemagne et l'Espagne se conjugue à la divergence des gains de productivité, négatifs en Allemagne en 2013 (-0,3%), et toujours aussi dynamiques en Espagne (+2,9%), si bien que les coûts salariaux unitaires ont des trajectoires polaires dans ces deux pays : +2,2% contre -2,9%. A contrario, leur progression est modérée en France (+1,1%) et en Italie (+1,2%) où la productivité a cessé de décroître.

En Italie, en France et en Allemagne, le taux de marge⁴ des entreprises se stabilise en 2013 après la baisse des deux dernières années. En Espagne, a contrario, le taux de marge continue d'augmenter fortement, si bien que l'inflation sous-jacente croît encore légèrement malgré la chute des coûts salariaux unitaires.

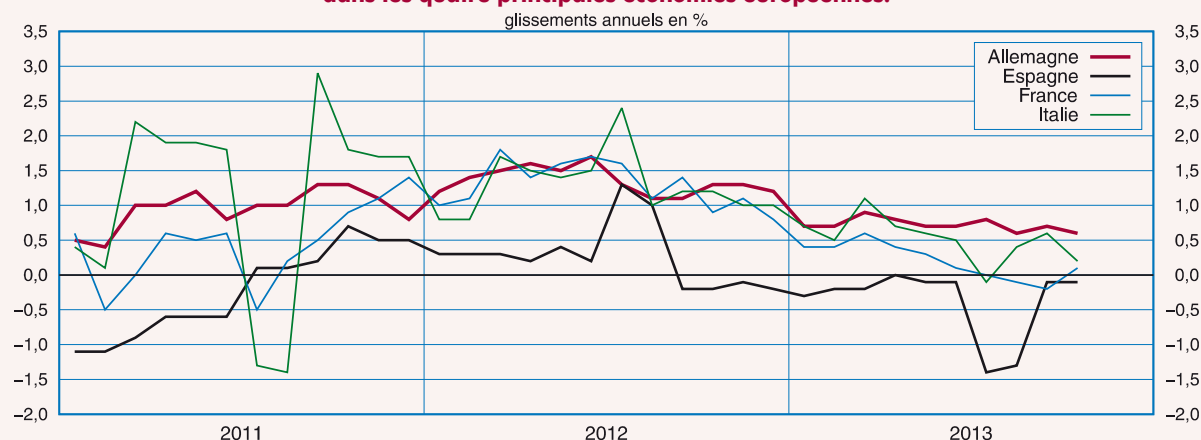
Dans les quatre pays, la baisse du prix des importations en 2013 a contribué à ralentir l'inflation sous-jacente⁵, par rapport aux prix de valeur ajoutée. En Espagne, et dans une moindre mesure en Italie, cet effet est compensé par l'augmentation des taxes indirectes. ■

(3) L'inflation sous-jacente, harmonisée par Eurostat au niveau de la zone euro, source des chiffres mentionnés ici pour les quatre pays considérés, n'est pas corrigée des mesures fiscales, contrairement à la définition retenue en France par l'Insee dans ses publications.

(4) Les variations du taux de marge correspondent dans le tableau à l'écart entre les variations du prix de valeur ajoutée et celles des coûts salariaux unitaires.

(5) Et encore davantage l'inflation d'ensemble, compte tenu de la baisse du prix du pétrole.

2 - Glissement annuel des prix des produits manufacturés à taux de taxation constant dans les quatre principales économies européennes.



Sources : Eurostat, calculs Insee

Tableau 2
Inflation sous-jacente et contributions des différents déterminants macroéconomiques

Pays	Allemagne			Espagne			France			Italie		
	1997-2007	2011-2012	2013	1997-2007	2011-2012	2013	1997-2007	2011-2012	2013	1997-2007	2011-2012	2013
Inflation sous-jacente	1,0	1,3	1,0	2,7	1,2	1,1	1,3	1,3	0,6	2,2	2,0	1,1
Variation du rapport entre indice des prix sous-jacents et prix de la valeur ajoutée	0,7	0,4	-1,2	-0,9	0,9	0,4	-0,2	0,4	-0,7	-0,1	0,6	-0,2
Variation du rapport entre prix de VA et coût salarial unitaire	1,1	-1,0	0,0	0,1	2,8	3,7	0,2	-0,5	0,2	0,0	-0,8	0,0
Variation du coût salarial unitaire dont contribution :	-0,7	1,9	2,2	3,5	-2,4	-2,9	1,3	1,4	1,1	2,3	2,3	1,2
du coût du travail par tête	1,0	2,9	1,9	2,7	1,4	-0,1	2,5	2,6	1,7	1,8	1,0	1,3
des gains de productivité	-1,7	-1,0	0,3	0,8	-3,9	-2,9	-1,2	-1,1	-0,6	0,4	1,2	-0,1

Champ : secteurs marchands non agricoles

Source : Insee