

Marchés financiers

Le CAC 40 à son plus haut depuis 2008

Les orientations des politiques monétaires continuent de diverger de part et d'autre de l'Atlantique. D'un côté, la Réserve fédérale américaine a de nouveau relevé ses taux directeurs en mars 2017 et les augmenterait encore deux fois en 2017, confortée par une inflation sous-jacente proche de sa cible de 2 % et par un bas niveau de chômage. De l'autre côté, l'inflation sous-jacente reste modérée dans la zone euro et la BCE poursuit sa politique monétaire accommodante, décidée à prolonger son programme d'achats jusqu'en décembre 2017.

Le marché du crédit continue de s'améliorer dans la zone euro, même si le crédit y augmente nettement moins vite que la base monétaire. Les situations restent diverses selon les pays européens : les encours de crédit aux entreprises progressent en France, en Allemagne et, pour la première fois depuis 2009, en Espagne, tandis qu'ils diminuent encore en Italie. Pour le crédit aux ménages, les encours sont nettement plus dynamiques en France que chez ses partenaires avec pourtant des taux d'intérêt équivalents. Depuis les résultats de l'élection présidentielle, d'une part les taux souverains français ont baissé, l'écart avec les taux allemands revenant à leur niveau de 2015 ; d'autre part le CAC 40 s'est envolé, s'établissant à son plus haut niveau depuis 2008.

À la suite de l'élection de D. Trump et de la hausse des taux directeurs de la Fed, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar fin 2016 mais s'est

apprécié depuis, retrouvant son niveau de l'été 2015. Le taux de change de l'euro est conventionnellement figé en prévision à 1,12 dollar, 0,87 livre sterling et 124 yens.

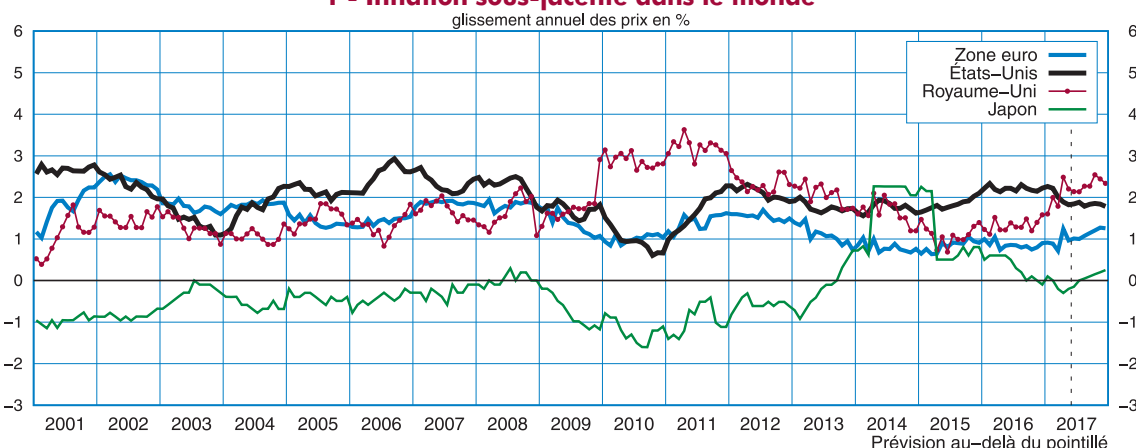
La Réserve Fédérale a de nouveau relevé son taux directeur en mars et le relèverait encore deux fois en 2017

En mars 2017, la Banque centrale américaine (Fed) a de nouveau relevé ses taux directeurs d'un quart de point, de 0,75 % à 1 %, après la hausse de décembre 2016. Les objectifs de la Fed sont atteints : le taux de chômage se stabilise à un niveau bas (4,3 %) et l'inflation sous-jacente reste proche du seuil de 2 % depuis janvier 2016 (graphique 1). Par conséquent, la Fed continuerait de normaliser sa politique monétaire en augmentant de nouveau graduellement ses taux directeurs deux fois avant fin 2017.

La BCE maintient sa politique monétaire accommodante

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé en décembre 2016 qu'elle prolongera sa politique accommodante jusqu'en décembre 2017. Elle poursuit ses achats de titres souverains, en réduisant cependant leur volume de 80 à 60 milliards d'euros par mois depuis avril 2017. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente reste en effet modérée, nettement sous les 2 %. Les taux directeurs sont maintenus à un niveau historiquement bas : le taux de facilité de dépôt est de -0,40 % depuis mars 2016.

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



Sources : Eurostat, BLS, JSB, ONS

Après l'élection présidentielle française, le spread franco-allemand retrouve son niveau de 2015

Les taux souverains des pays avancés se sont relevés à la suite de la victoire de D. Trump et de la hausse des taux directeurs de la Fed. Début juin, le taux français à 10 ans s'établit autour de 0,6 % après avoir atteint un minimum de 0,2 % en juillet 2016 et excédé 1,0 % au cours du premier trimestre 2017. En effet, l'écart entre les taux souverains français et allemand (*spread*) a crû, atteignant jusqu'à 74 points de base mi-avril 2017, mais est redescendu depuis le premier tour de l'élection présidentielle française et a retrouvé son niveau de 2015 (*graphique 2*). Le *spread* italo-allemand reste élevé (autour de 180 points de base), notamment comparé au *spread* hispano-allemand, en lien avec les difficultés du système bancaire italien, les incertitudes politiques transalpines et les sorties importantes de capitaux privés d'Italie (*éclairage*). Les écarts de taux au sein de la zone euro restent toutefois beaucoup plus faibles qu'entre 2011 et 2013.

Le crédit aux ménages est plus dynamique en France que dans le reste de la zone euro

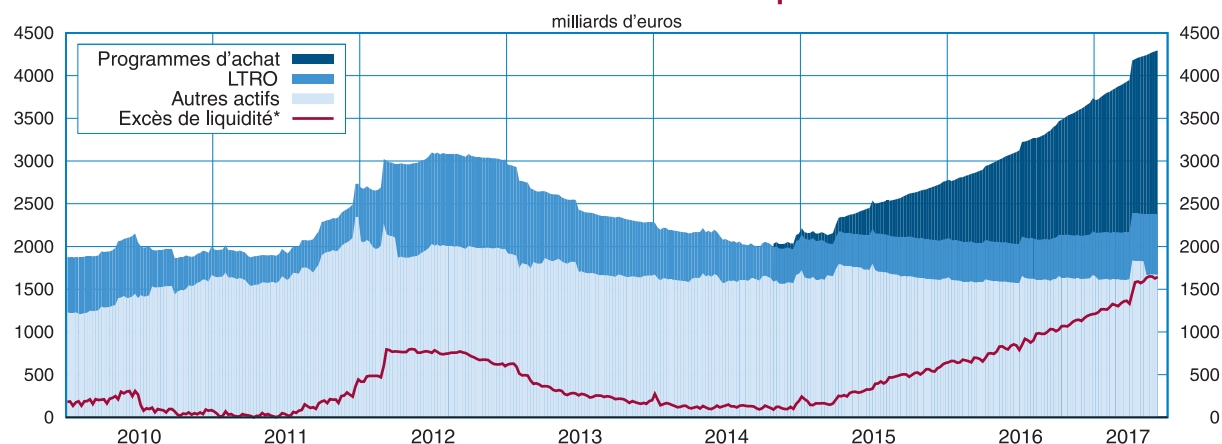
Les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro s'accroissent depuis janvier 2016, dans la continuité de l'amélioration amorcée début 2014. Sur un an, les encours de crédit ont augmenté de 1,6 % en avril 2017. Cette reprise du crédit reste cependant modeste au regard de la forte croissance de la base monétaire mise en œuvre par la BCE. L'excès de liquidité que les banques laissent en réserve auprès de la BCE ne cesse donc de grossir (*graphique 3*). Les encours de crédit aux entreprises sont dynamiques en France (+5,2 % en glissement annuel) et en Allemagne (+4,3 %). En Espagne, ils progressent pour la première fois depuis 2009. En revanche, les encours de crédit aux entreprises continuent de baisser en Italie. Les taux d'intérêt des crédits nouveaux ont convergé entre les principaux pays de la zone euro (autour de 1,5 %), sauf en Espagne où ils demeurent plus élevés (2,1 %).

2 - Spreads par rapport au Bund



Source : Macrobond

3 - Bilan de la BCE et excès de liquidité



*Excès de liquidité : dépôts des banques auprès de la Banque centrale qui excèdent les réserves obligatoires.

Sources : Banque centrale européenne, calculs Insee

Développements internationaux

Du côté des crédits aux ménages, la France se distingue de ses principaux partenaires européens par un dynamisme bien plus marqué : le glissement annuel des encours a atteint +5,5 % en avril 2017, contre +2,6 % pour la zone euro dans son ensemble (*graphique 4*). Les taux des crédits nouveaux aux ménages sont pourtant comparables dans la zone euro.

Le cycle d'assouplissement du marché du crédit toucherait à sa fin au niveau européen, dans le sillage de la remontée des taux souverains, selon les dernières enquêtes de la BCE auprès des banques privées sur le crédit.

Les indices boursiers sont globalement en hausse depuis le début de l'année

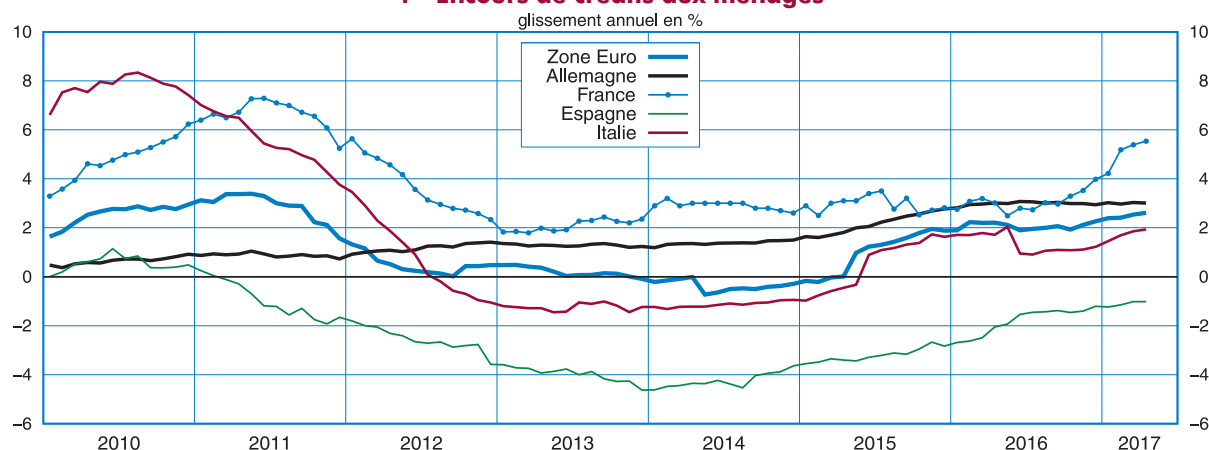
Les indices boursiers sont globalement en hausse depuis le début de l'année (*graphique 5*) : en particulier le CAC 40 a bondi après le premier tour de l'élection présidentielle française, s'établissant début mai 2017 à son plus haut depuis 2008.

La volatilité des indices européens est un peu remontée avant les élections françaises, surtout pour le CAC, mais est retombée depuis. Elle reste faible au regard des chocs passés.

Face à l'euro, le dollar s'est déprécié depuis début 2017

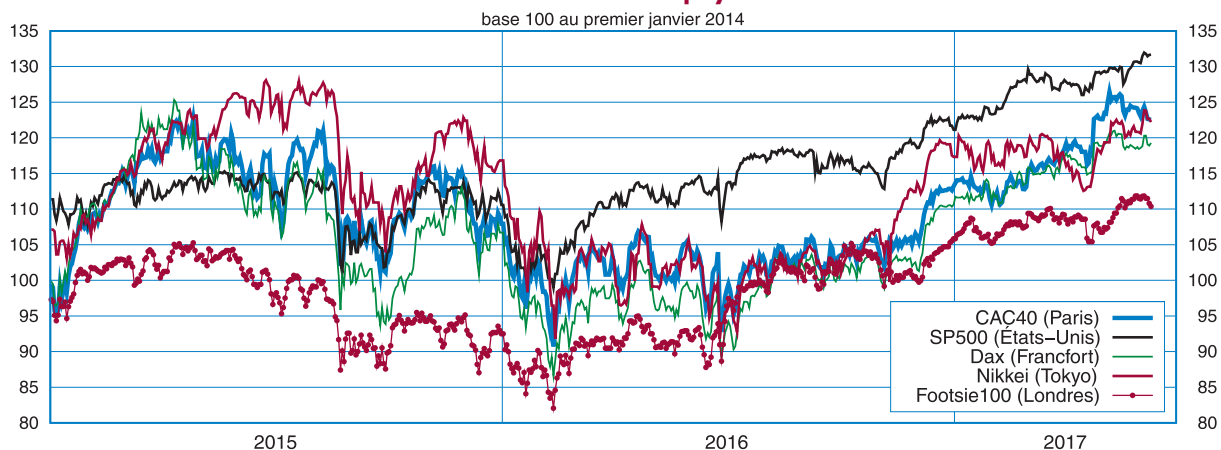
L'élection de D. Trump et la hausse des taux directeurs de la Fed ont contribué à la nette appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro fin 2016. Depuis début 2017, il s'est de nouveau déprécié. En mai 2017, il s'échange 1,12 dollar pour un euro, comme à l'été 2016. Le cours de la livre se stabilise autour de 0,87 livre pour un euro après une nette dépréciation, en amont et en aval du référendum décidant du Brexit. Celui du yen fluctue depuis décembre 2016 autour de 124 yens pour un euro. Au total, le taux de change effectif français a légèrement baissé fin 2016 et au premier trimestre 2017, entre autres du fait du différentiel d'inflation entre la France et ses principaux

4 - Encours de crédits aux ménages



Sources : Banque centrale européenne, Banque de France

5 - Indices boursiers des pays avancés

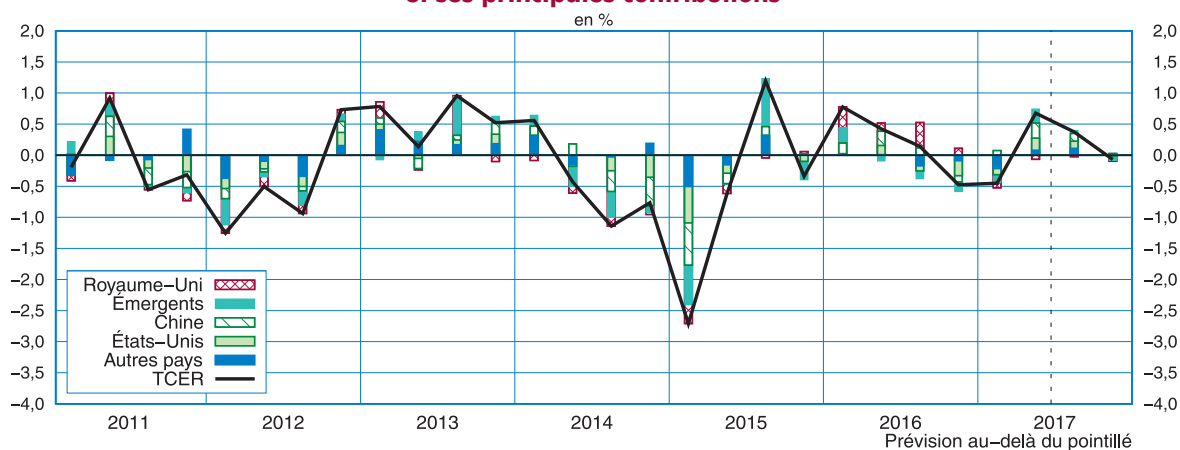


Source : Macrobond

partenaires (*graphique 6*). Par convention, le taux de change de l'euro vis-à-vis des différentes monnaies est figé à son dernier niveau connu début juin (1,12 dollar, 0,87 livre et 124 yens pour un euro) jusqu'à fin 2017. Un aléa pèse toutefois

sur la parité euro-dollar, qui dépendra du rythme de resserrement de la politique monétaire américaine et de l'ampleur du stimulus budgétaire qui sera finalement mis en œuvre. ■

6 - Variations trimestrielles du taux de change effectif réel de la France (TCER) et ses principales contributions



Sources : Macrobond, calculs Insee