

Marchés financiers

Normalisation prudente de la politique monétaire américaine

Les orientations des politiques monétaires restent découplées de part et d'autre de l'Atlantique. D'une part, la Réserve fédérale a augmenté ses taux directeurs en juin 2017 et devrait le faire à nouveau à l'issue de la réunion de son comité monétaire les 12 et 13 décembre 2017, confortée par les perspectives d'inflation américaine autour de la cible de 2 % et par un marché du travail dynamique. La Réserve fédérale a également amorcé la réduction de son bilan en octobre 2017 et l'accentuera progressivement d'ici un an. D'autre part, la BCE prolonge son assouplissement quantitatif jusqu'en septembre 2018 au moins, même si elle réduit de moitié ses achats nets de titres, et annonce le maintien des taux d'intérêt à leurs niveaux actuels pour une période prolongée « bien après » la fin du programme d'achats d'actifs. Dans son ensemble, le marché du crédit dans la zone euro continue de s'améliorer. Les situations diffèrent toutefois selon les pays européens. Ainsi les encours de crédit aux entreprises et aux ménages progressent fortement en France et en Allemagne, mais restent stables en Espagne. La France présente une situation sensiblement plus dynamique que ses partenaires avec pourtant des taux d'intérêt équivalents. Après les avoir assouplies au dernier trimestre, les banques européennes

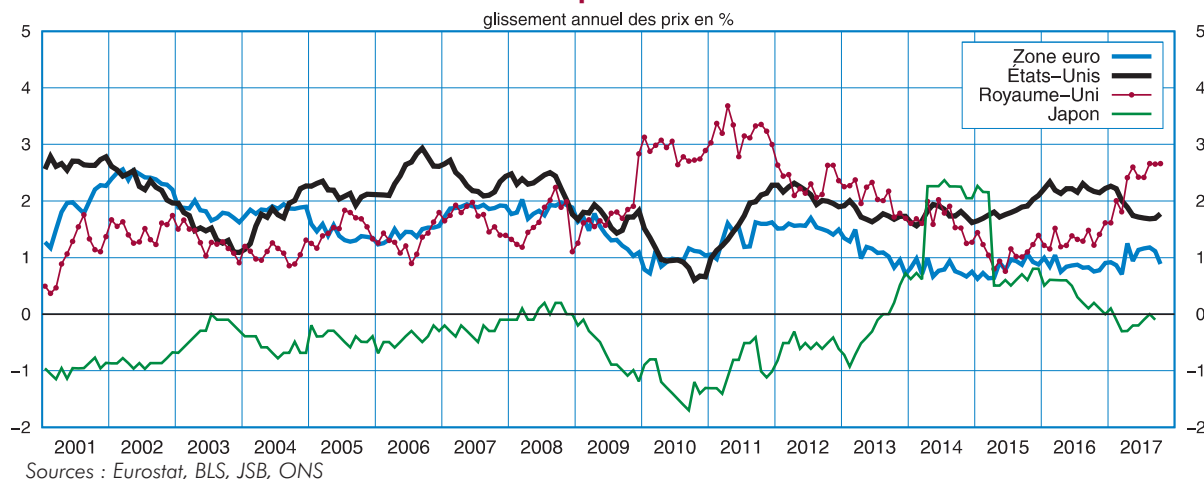
anticipent une stabilisation de leurs conditions de crédit. La proportion de crédits non performants diminue dans tous les pays.

L'euro s'est apprécié face aux autres monnaies depuis janvier 2017, jusqu'à dépasser 1,20 \$ en septembre 2017. Il se stabilise depuis autour de 1,17 \$. Le taux de change effectif réel des exportateurs français s'est ainsi fortement apprécié au troisième trimestre 2017. Le taux de change de l'euro est figé en prévision à 1,17 dollar, 0,88 livre sterling et 130 yens.

La Fed normalise prudemment sa politique monétaire

La Réserve fédérale (Fed) a relevé ses taux directeurs en juin 2017 et les relèverait à nouveau en décembre 2017. Elle amorce également la réduction de son bilan, qui s'élève à 4500 milliards de dollars US, à raison de 10 milliards de dollars par mois depuis octobre 2017. Le rythme de cette réduction augmentera progressivement jusqu'à 50 milliards de dollars par mois à l'horizon fin 2018. La Fed est encouragée dans cette politique par la baisse du chômage à 4,1 % et une inflation – courante comme sous-jacente – dynamique, proche de la cible de 2 % (graphique 1).

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



Développements internationaux

La nomination de Jerome Powell comme nouveau gouverneur de la Fed en remplacement de Janet Yellen ne semble pas synonyme de rupture en matière de politique monétaire à court terme.

La BCE poursuit sa politique monétaire accommodante

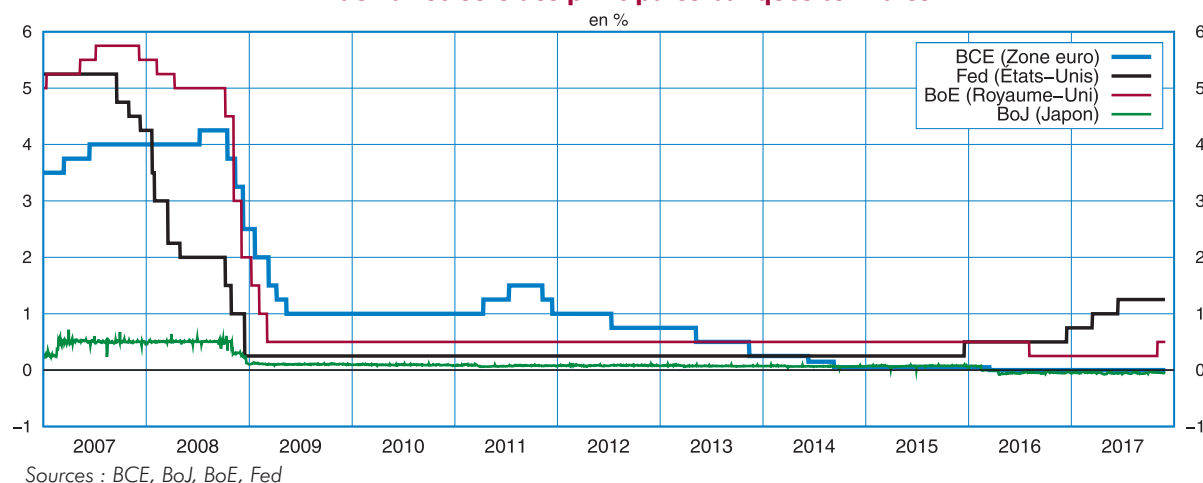
De son côté, la Banque Centrale Européenne (BCE) a confirmé en octobre la prolongation de sa politique accommodante. En effet, l'inflation sous-jacente demeure proche de 1 %, inférieure à l'objectif de 2 %. Les taux directeurs sont maintenus à un niveau historiquement bas : le taux de facilité de dépôt est à -0,40 % depuis mars 2016 (*graphique 2*). Le gouverneur de la BCE, Mario Draghi, a annoncé que les trois taux directeurs resteraient à leurs niveaux actuels pendant « une période prolongée (...) bien

après » la fin du programme d'achats de titres. Celui-ci sera poursuivi au moins jusqu'en septembre 2018, à un rythme plus modéré : 30 milliards d'euros par mois à compter de janvier 2018, au lieu de 60 milliards d'euros jusqu'ici.

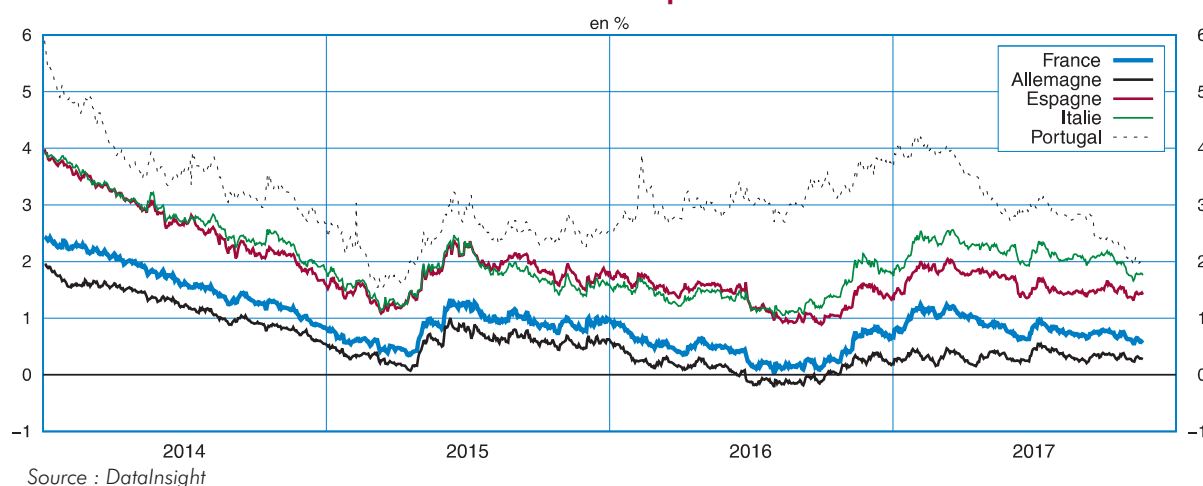
Les taux souverains européens restent stables

Les taux souverains des pays avancés restent stables, ne semblant pas souffrir des incertitudes liées à la crise politique en Catalogne ou aux élections italiennes (*graphique 3*). Les spreads diminuent légèrement : le spread franco-allemand fluctue entre 30 et 40 points de base, alors que le spread italo-allemand atteint désormais 140 points de base environ, au lieu de 200 points de base au premier trimestre 2017.

2 - Taux directeurs des principales banques centrales



3 - Taux souverains européens à 10 ans



Développements internationaux

Un crédit très dynamique en zone euro, particulièrement en France

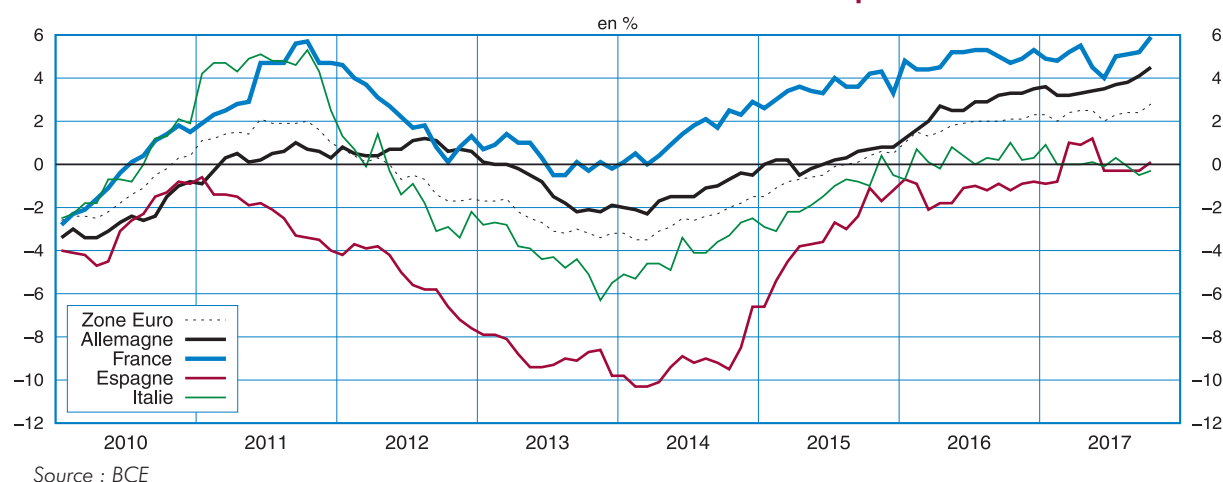
Les conditions de crédit continuent de s'améliorer dans la zone euro considérée dans sa globalité, avec des disparités entre pays. Les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro continuent à augmenter fortement (*graphique 4*). En octobre 2017, leur croissance sur un an atteint 5,9 % en France (*cf. dossier p. 19*) et 4,5 % en Allemagne. En revanche, les encours de crédit aux entreprises sont stables en Espagne (+0,1 %) et diminuent à nouveau en Italie (-0,3 %). Les taux d'intérêt des nouveaux crédits aux sociétés non financières se stabilisent dans ces quatre pays : ils fluctuent autour de 1,5 % en Allemagne, en France et en Italie et autour de 2 % en Espagne.

La France se distingue de ses principaux partenaires européens sur le plan des crédits aux ménages, avec un taux d'intérêt plus faible et des encours bien plus dynamiques : la progression annuelle de ces encours atteint 5,9 % en octobre 2017 contre +2,7 % sur la zone euro dans son ensemble. Ce mouvement ne semble pas pâtir de la légère hausse des taux des crédits nouveaux aux ménages que l'on observe dans l'ensemble de la zone euro.

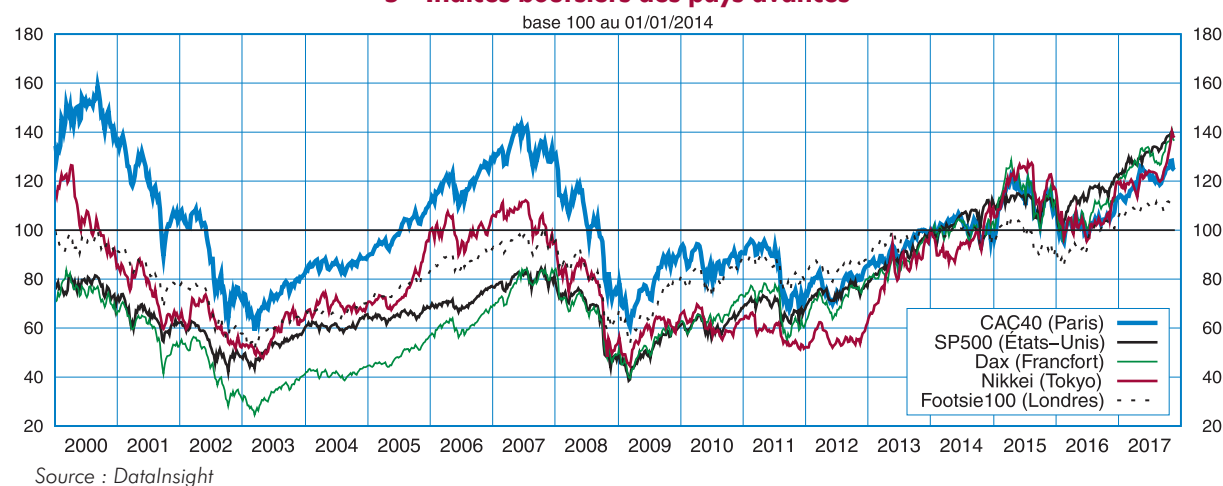
Les bourses renouent avec des niveaux historiquement élevés

Le faible niveau des taux d'intérêt et la conjoncture économique favorable portent les indices boursiers à des niveaux historiquement élevés (*graphique 5*). En Europe, les cours dépassent à

4 - Taux de croissance annuel des encours de crédit aux entreprises de la zone euro



5 - Indices boursiers des pays avancés



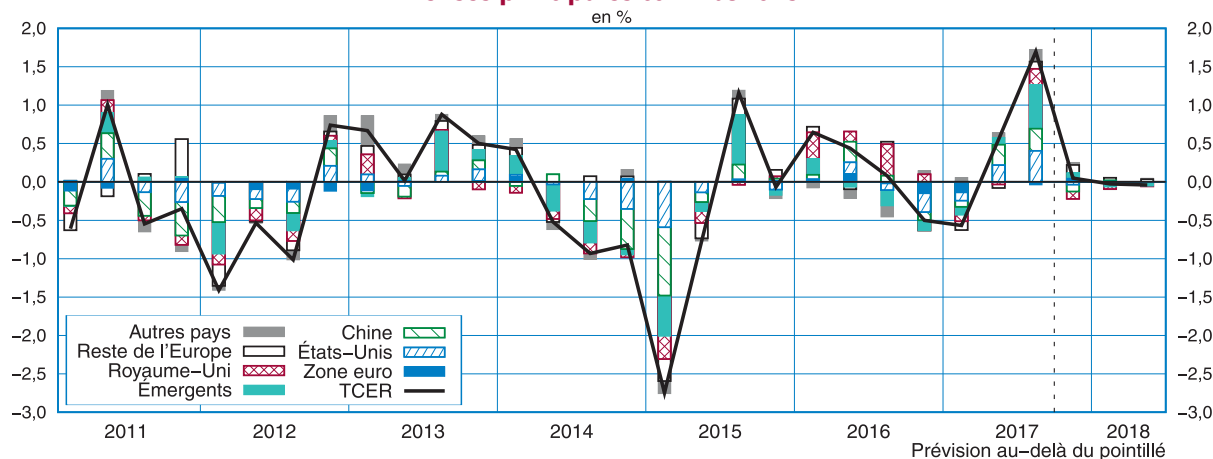
présent leur point haut de début 2008. Aux États-Unis, le S&P 500 s'établit actuellement au plus haut depuis sa création, poussé par l'anticipation d'une politique budgétaire plus expansionniste et dans un contexte de profits toujours élevés pour les entreprises américaines.

L'euro s'est apprécié à l'été 2017

Au cours des deuxième et troisième trimestres 2017, l'euro s'est significativement apprécié face au dollar et aux autres monnaies, porté par des

perspectives économiques favorables et par l'incertitude sur la conduite de la politique économique américaine, ce qui induit une forte appréciation du taux de change effectif réel des exportateurs français (*graphique 6*). Par convention, le taux de change de l'euro est figé à 0,88 livre sterling, 130 yens et 1,17 dollar jusqu'à l'horizon de prévision. ■

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



Sources : Banque de France, Instituts statistiques nationaux