

Marchés financiers

Les turbulences boursières ne freinent pas la dynamique financière

Les banques centrales cherchent à réduire progressivement leurs politiques monétaires accommodantes sans freiner l'activité économique. La Réserve fédérale (Fed) a augmenté ses taux directeurs en décembre 2017 et devrait procéder à trois ou quatre nouvelles hausses en 2018, confortée par une inflation américaine autour de la cible de 2 % et par un marché du travail toujours très dynamique. La Banque Centrale Européenne (BCE) prolonge son assouplissement quantitatif jusqu'en septembre 2018, mais a diminué de moitié ses achats d'actifs à partir de janvier 2018.

Le crédit continue de progresser dans l'ensemble de la zone euro, avec toutefois quelques disparités : stables en Espagne, les encours de crédit au secteur privé non financier, aux entreprises et aux ménages progressent fortement en France et en Allemagne. Les encours de crédit en France sont sensiblement plus dynamiques que ceux des pays voisins, avec des taux d'intérêt équivalents pour les entreprises et plus faibles pour les ménages. Les banques européennes anticipent une stabilisation de leurs conditions de crédit après leur assouplissement récent. La proportion de crédits non performants diminue.

L'euro s'est apprécié face au dollar depuis janvier 2017, jusqu'à dépasser 1,24 \$ en janvier 2018 avec l'amélioration de la conjoncture économique européenne, avant de se replier début février et de se stabiliser autour

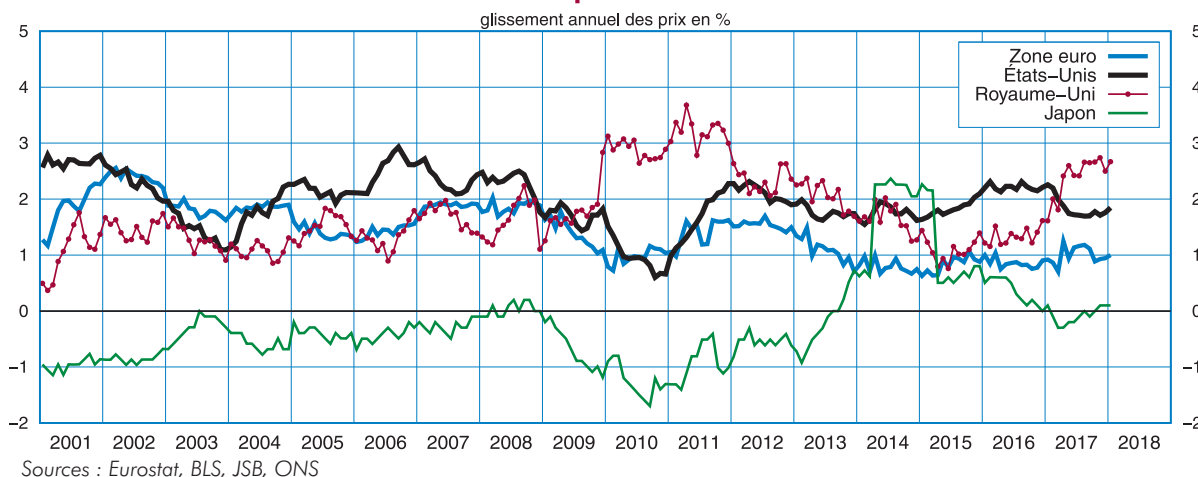
de 1,23 \$. Le taux de change effectif réel des exportateurs français s'est fortement apprécié au troisième trimestre 2017 puis stabilisé au quatrième trimestre. Par convention, le taux de change de l'euro est figé en prévision à 1,23 dollar, 0,87 livre sterling et 135 yens.

La Fed normalise prudemment sa politique monétaire

La Fed a relevé ses taux directeurs en juin et décembre 2017 et procéderait à trois ou quatre nouvelles hausses en 2018. Elle accélère également la réduction de son bilan, lequel s'élève à 4 400 milliards de dollars, à raison de 20 milliards de dollars par mois depuis janvier 2018. L'ampleur de cette réduction s'intensifiera progressivement jusqu'à 50 milliards de dollars par mois 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).

Si la nomination de Jerome Powell, nouveau président du Conseil des gouverneurs de la Fed en remplacement de Janet Yellen, ne semble pas synonyme de rupture en matière de politique monétaire à court terme, le prochain remplacement de trois gouverneurs sur sept est, lui, susceptible de modifier les orientations de la politique monétaire américaine.

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



La BCE atténue sa politique monétaire accommodante

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a confirmé en janvier la prolongation de sa politique accommodante et l'extension de son programme d'achats d'actifs au moins jusqu'en septembre 2018. Mais elle a publiquement remarqué l'accélération « plus forte que prévu » de l'activité économique en zone euro, renforçant les anticipations d'une fin progressive de son assouplissement quantitatif. L'inflation sous-jacente demeure proche de 1 %, inférieure à l'objectif de 2 %. Les taux directeurs restent 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 depuis janvier 2018, au lieu de 60 milliards d'euros auparavant.

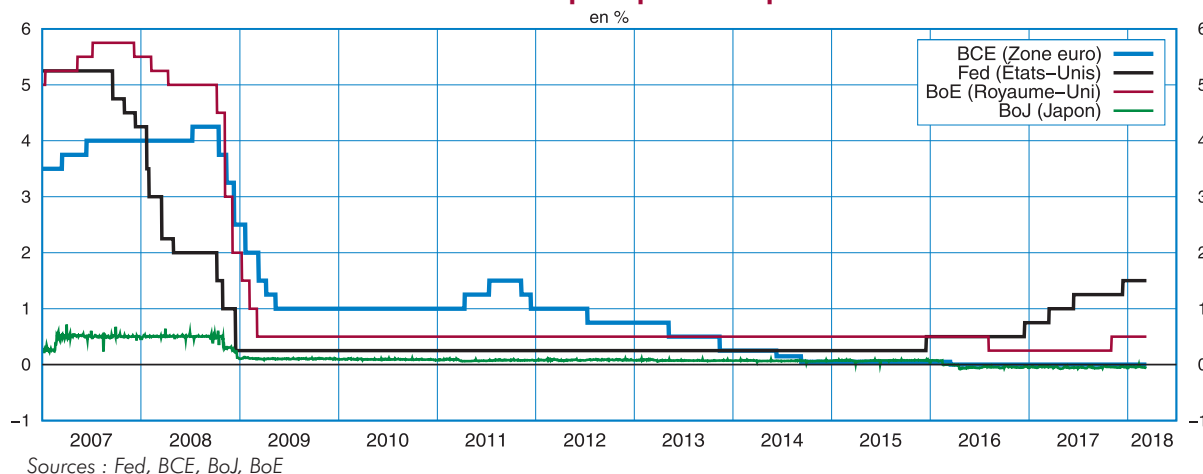
Les taux souverains européens et américains augmentent

Les taux souverains des pays avancés ont rapidement augmenté en janvier 2018 sous l'effet de l'arrêt progressif ou anticipé des politiques monétaires accommodantes. Ils ne semblent pas souffrir des incertitudes liées à la crise politique en Catalogne, à la formation plus difficile que prévu du gouvernement en Allemagne ou aux élections italiennes. Les *spreads* diminuent légèrement : le *spread* franco-allemand fluctue autour de 30 points de base, alors que le *spread* italo-allemand s'est réduit à 130 points de base environ, au lieu de 200 points de base au premier trimestre 2017.

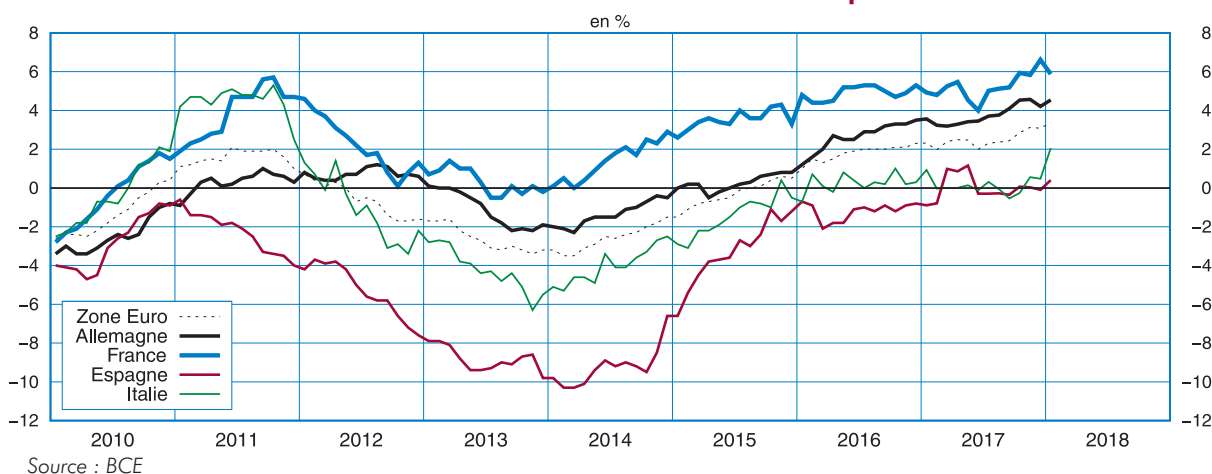
Un crédit très dynamique en zone euro, particulièrement en France

Les conditions de crédit restent globalement très favorables dans la zone euro, avec des disparités entre pays. Les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro continuent d'augmenter (*graphique 3*) : en janvier 2018, leur croissance sur un an atteint +5,9 % en France

2 - Taux directeurs des principales banques centrales



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



Développements internationaux

après +6,6 % en décembre 2017 et +4,5 % en Allemagne après +4,2 %. Ils augmentent de nouveau en Italie (+2,1% après +0,5 %) et en Espagne (+0,4 % après -0,1%). Les taux d'intérêt facturés aux entreprises se stabilisent dans les quatre grands 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 janvier 2018 contre +2,9 % pour la zone euro dans son ensemble. Ce mouvement ne semble pas pâtir de la légère hausse des taux des crédits nouveaux aux ménages.

Les bourses ont été bien orientées jusqu'à une correction boursière début février 2018

Le faible niveau des taux d'intérêt et la conjoncture économique favorable ont porté les indices boursiers à des niveaux historiquement élevés fin janvier 2018 et la volatilité à des niveaux historiquement bas. Début février 2018, une augmentation des salaires aux États-Unis plus élevée qu'attendu a provoqué une correction des indices boursiers et une augmentation brutale de la volatilité, les investisseurs s'alarmant des risques inflationnistes aux États-Unis et de la remontée des taux d'intérêt (*graphique 4*).

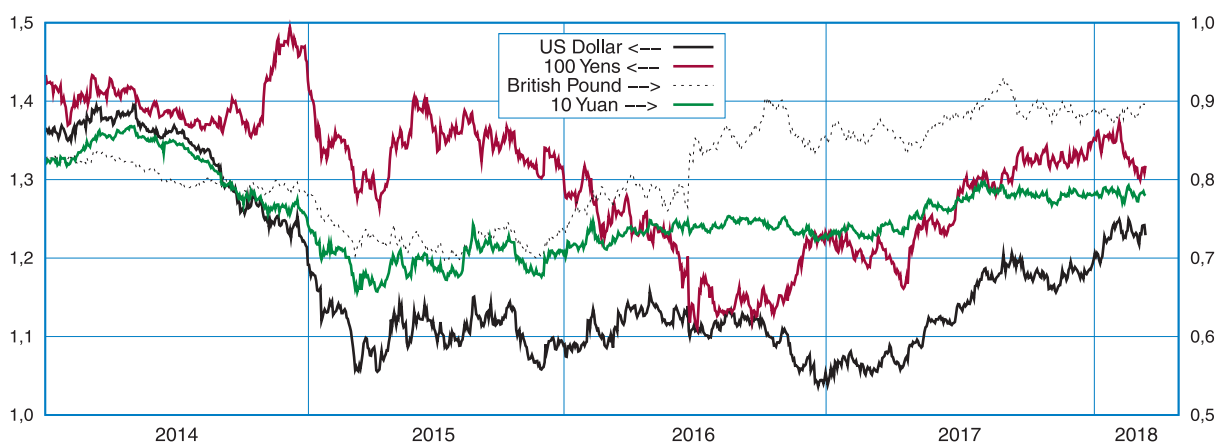
L'euro s'est apprécié en janvier 2018

L'euro s'est significativement apprécié en 2017 et en janvier 2018 face au dollar et aux autres monnaies (*graphique 5*), porté par des perspectives économiques favorables. Ceci induit

4 - Indices boursiers des pays avancés



5 - Taux de change de l'euro

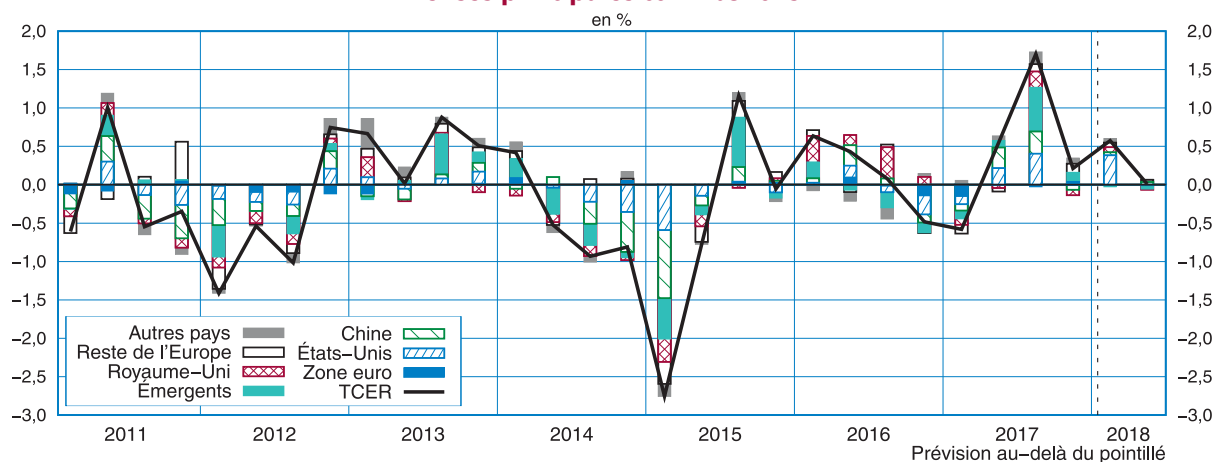


Développements internationaux

une forte appréciation du taux de change effectif réel des exportateurs français au troisième trimestre 2017 (+1,7 %), ainsi qu'au premier trimestre 2018 (+0,5 % prévu, *graphique 6*). Début février, l'euro s'est légèrement déprécié, en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la

correction boursière, et fluctue désormais autour de 1,23 \$. Par convention, le taux de change de l'euro est figé à 0,87 livre sterling, 135 yens et 1,23 dollar américain jusqu'à l'horizon de la 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, calculs Insee