

Marchés financiers

Repli des marchés financiers sur fond de normalisation des politiques monétaires

La Réserve fédérale (Fed) est plus avancée que la Banque Centrale Européenne (BCE) dans la normalisation de sa politique monétaire. Elle a en effet augmenté son taux directeur à trois reprises en 2018, et pourrait l'accroître encore en décembre, l'inflation américaine étant supérieure à la cible de 2 % et le taux de chômage toujours très faible. La BCE poursuit quant à elle son assouplissement quantitatif jusqu'en décembre et y mettrait fin en janvier 2019, la situation économique étant encore favorable malgré un ralentissement de l'activité en zone euro et une inflation sous-jacente sous la cible des 2 %.

La hausse des encours de crédit se poursuit malgré des disparités au sein de la zone euro. Les banques européennes anticipent un durcissement de leurs conditions de crédit après leur récent assouplissement.

Les indices boursiers des pays avancés ont décroché en octobre, le Nasdaq accusant sa plus forte baisse mensuelle depuis 10 ans. Dans les pays émergents, confrontés à un risque de fuite des capitaux et à la hausse du dollar, les indices sont globalement en baisse sauf au Brésil.

L'euro s'est déprécié face au dollar depuis fin avril pour se stabiliser autour de 1,14 dollar en novembre sous l'effet du ralentissement en zone euro, des anticipations de hausse des taux

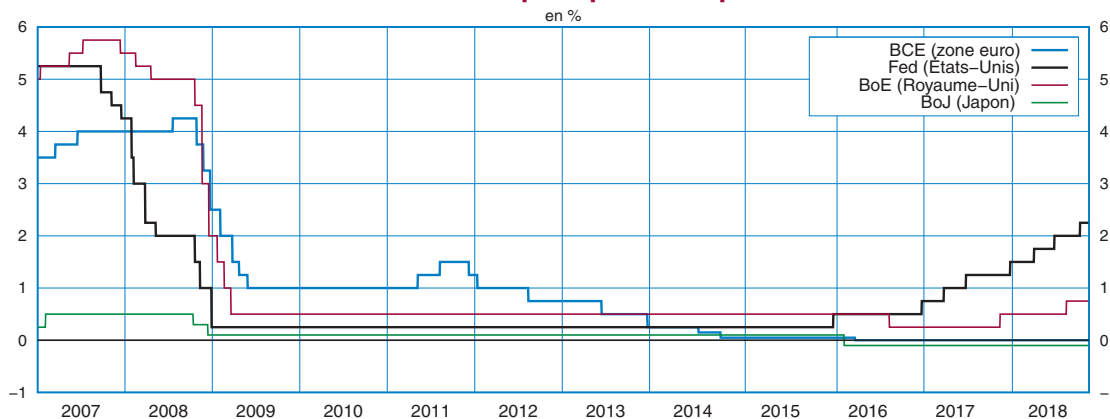
directeurs de la Fed et de l'augmentation des taux souverains américains. La livre se stabilise à environ 0,88 £ pour 1 €. En prévision, l'euro est figé à 1,14 dollar, 0,88 livre sterling et 130 yens. Le taux de change effectif réel des exportateurs français devrait donc se déprécier au quatrième trimestre 2018 ainsi que, dans une moindre mesure, au premier semestre 2019.

La Réserve fédérale poursuit la normalisation de sa politique monétaire

Après avoir déjà relevé son taux directeur à trois reprises en 2018 (*graphique 1*), la Fed procéderait à une nouvelle hausse à l'issue de son prochain comité de politique monétaire les 18 et 19 décembre 2018. Deux nouvelles hausses interviendraient ensuite à l'horizon de la prévision, en mars et juin 2019. La Fed poursuit et amplifie graduellement la réduction de son bilan, qui atteint aujourd'hui 4200 milliards de dollars, à un rythme de 50 milliards de dollars par mois au quatrième trimestre 2018. Cette politique est motivée par une inflation supérieure à 2 % et par un taux de chômage très faible, inférieur aux estimations usuelles du taux structurel.

Ce resserrement monétaire fragilise certains pays émergents, tels que l'Argentine et la Turquie,

1 - Taux directeurs des principales banques centrales



Sources : Fed, BCE, BoJ, BoE

entraînant une sortie de capitaux rapatriés aux États-Unis. Ces sorties peuvent s'avérer d'autant plus importantes que les dernières années ont été marquées par des afflux massifs vers les pays émergents, liés à la recherche de rendements plus élevés dans un contexte de taux d'intérêt bas. La livre turque a par exemple perdu plus de 40 % de sa valeur depuis le début de l'année, également fragilisée par les sanctions américaines. Face à la hausse des taux directeurs aux États-Unis, la dépréciation de leur monnaie et les retraits de capitaux étrangers contraignent les pays émergents à relever leur taux directeur. Les taux d'intérêts turcs sont en forte hausse en octobre 2018, contrairement au Brésil où les conditions financières se sont améliorées (*graphique 2*).

La Banque Centrale Européenne suit de loin les traces de la Réserve fédérale

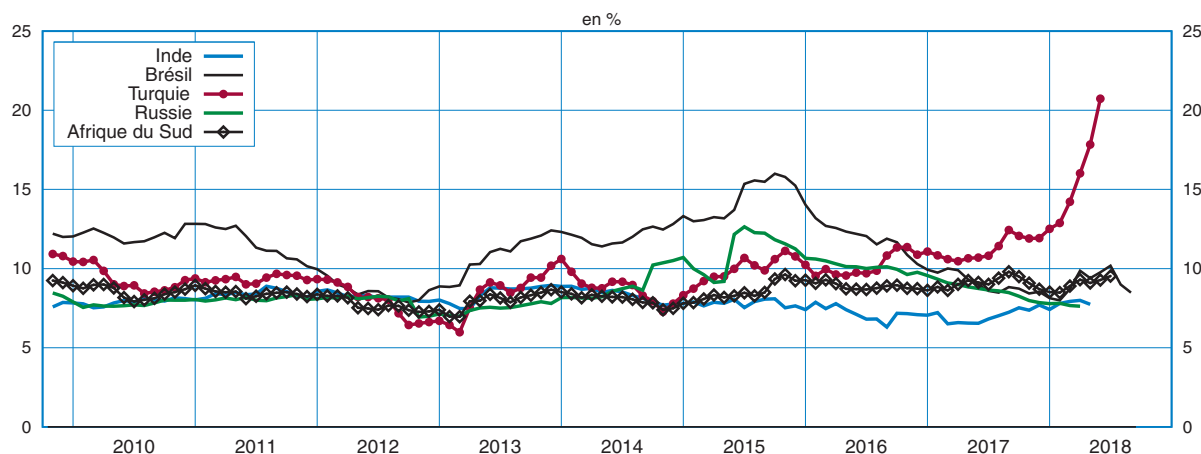
La BCE a confirmé la réduction de son programme d'achats à 15 milliards d'euros par mois d'octobre à décembre 2018, puis l'arrêt de ce programme à partir de janvier 2019. La prochaine hausse de ses taux directeurs est désormais attendue avant fin 2019. La normalisation à venir reste toutefois conditionnée à une inflation en ligne avec les anticipations. L'inflation sous-jacente

demeure quasi stable en zone euro en novembre 2018, à 1,0 %, inférieure à l'objectif de 2 %. Les anticipations d'inflation en France à 10 ans par les marchés financiers augmentent légèrement, à 1,5 %. Au sein de la zone euro, la poursuite du *Quantitative Easing* maintient les taux interbancaires proches du taux de facilité de dépôt et le volume de transactions sur le marché interbancaire reste très faible, entre 5 et 10 milliards d'euros échangés chaque jour.

Les taux souverains répondent à la normalisation des politiques monétaires

Tandis que les taux d'intérêt américains augmentent sous l'effet de la politique monétaire, les taux allemands et français demeurent stables. L'incertitude sur la politique budgétaire italienne a conduit à une hausse des taux italiens depuis mai 2018 : le spread entre le *Bund* (obligation allemande à terme) et les obligations d'État italiennes se situe maintenant à près de 300 points de base (*graphique 3*), soit un niveau inédit depuis début 2013. La contagion est cependant quasiment inexistante : les taux espagnols et portugais n'ont guère augmenté.

2 - Taux d'intérêt à 10 ans



Sources : BC, Eurostat, ICE Bank of America Merrill Lynch, OCDE

Développements internationaux

Perspectives favorables pour les marchés du crédit

Les conditions de crédit restent très favorables dans la zone euro malgré des disparités persistantes. Les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro poursuivent leur hausse continue depuis mi-2015. Les encours de crédit conservent un rythme de croissance soutenu en France (+6,3 % sur un an en octobre), en Allemagne (+5,5 % sur un an en octobre) ; ils ralentissent légèrement en Italie (+1,6 % en octobre), et sont stables en Espagne. Enfin, les taux d'intérêt facturés aux entreprises se stabilisent dans les quatre pays, autour de 1,3 % en Allemagne, entre 1,4 et 1,5 % en France et en Italie et à 1,8 % en Espagne.

La France se distingue toujours de ses principaux partenaires européens par le fort dynamisme des crédits aux ménages et aux entreprises. De surcroît, les taux des crédits nouveaux aux ménages français diminuent légèrement en 2018, de 1,61 % en janvier à 1,51 % en octobre.

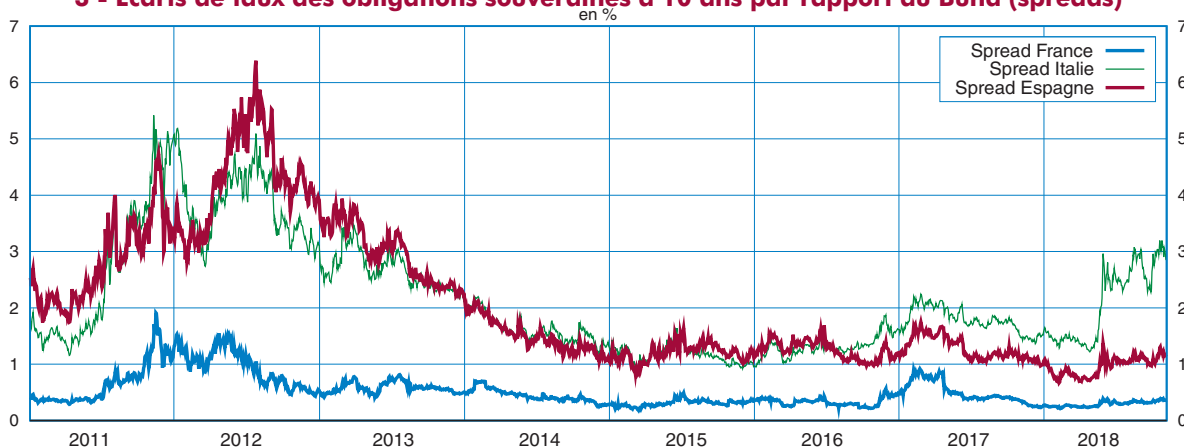
D'après l'enquête *Bank Lending Survey* (BLS), les conditions de crédit se sont légèrement durcies en zone euro, et devraient poursuivre ce mouvement au dernier trimestre 2018. Le crédit aux entreprises pourrait donc ralentir en zone euro fin 2018.

Repli des indices boursiers

Les indices boursiers des pays avancés ont décroché en octobre (*graphique 4*). Le Nasdaq a subi sa plus forte baisse mensuelle depuis octobre 2008 et le S&P 500 depuis janvier 2016. Cette correction s'expliquerait par des taux d'intérêt plus élevés, par des résultats des entreprises parfois inférieurs aux attentes, et peut-être par une vigilance accrue face au niveau de valorisation atteint.

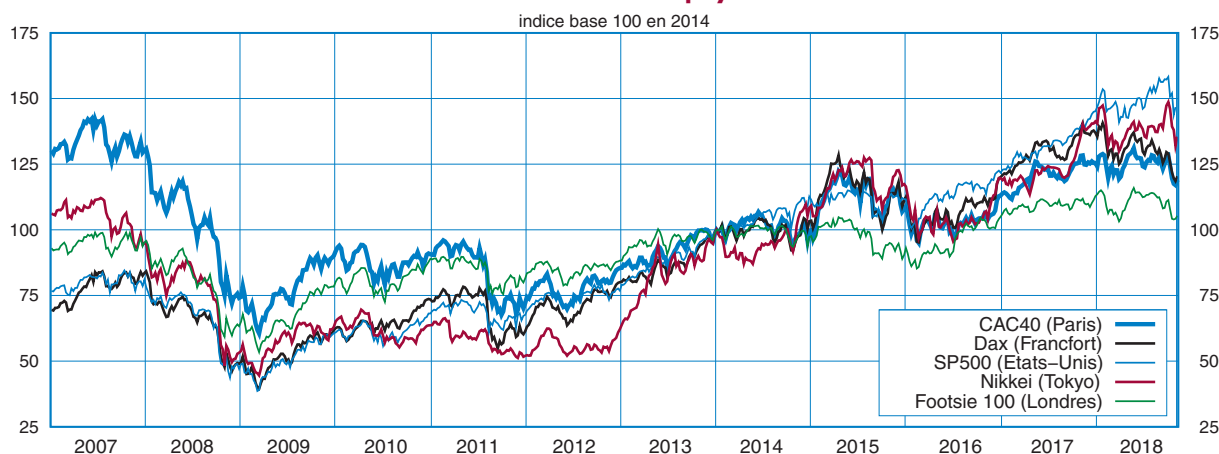
La baisse des indices émergents depuis quelques mois indique une inversion des flux de capitaux, dont certains sortent des pays émergents pour être rapatriés aux États-Unis, attirés par l'augmentation des taux directeurs et des taux souverains américains, par la hausse du dollar et les mesures

3 - Écart de taux des obligations souveraines à 10 ans par rapport au Bund (spreads)



Source : DataInsight

4 - Indices boursiers des pays avancés



Source : BCE

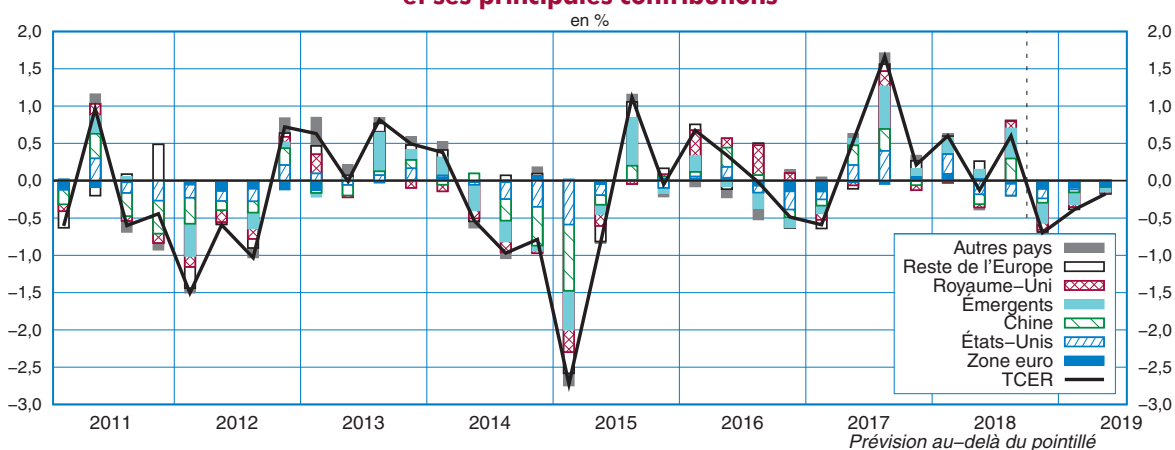
fiscales de l'administration américaine. Les actions des entreprises les plus endettées, notamment dans les pays émergents, ont ainsi fortement baissé. Par ailleurs, l'indice MSCI EM (*Morgan Stanley Capital International Emerging Market*), indice boursier mesurant les performances des marchés de 24 pays émergents, a baissé de 7,1 % entre octobre et novembre.

Stabilisation de l'euro face au dollar en fin d'année

L'euro s'est déprécié face au dollar au deuxième trimestre 2018 et s'est depuis stabilisé autour de 1,14 dollar au cours du mois d'octobre, prévision

retenue jusqu'à fin juin 2019. Cette dépréciation s'explique par un écart de croissance et de politique monétaire entre la zone euro et les États-Unis. Les récentes hausses du dollar et des taux directeurs de la Fed ont conduit à une forte dépréciation des devises émergentes et en particulier de la livre turque et du peso argentin. Le taux de change effectif réel (TCER) des exportateurs français (*graphique 5*) devrait se déprécier au quatrième trimestre 2018 (-0,7 %) ainsi que, dans une moindre mesure, au premier semestre 2019 (-0,4 % au premier trimestre et -0,2 % au deuxième) sous l'effet de la dépréciation de l'euro et d'une inflation plus faible en France que dans le reste de la zone euro. ■

5 - Variations trimestrielles du taux de change effectif réel (TCER) français et ses principales contributions



Source : Banque de France, instituts statistiques nationaux, calculs Insee