

Marchés financiers

Pause dans la normalisation des politiques monétaires

Dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale, les discours des principaux banquiers centraux se sont nettement infléchis durant les derniers mois. La Réserve fédérale (Fed) se dit « patiente », envisage de cesser la réduction de son bilan à partir de septembre 2019 et se déclare prête à réagir aux tensions commerciales. La Banque centrale européenne (BCE) lancera un nouveau programme d'opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO : Targeted Long-Term Refinancing Operations) en septembre 2019, tandis que l'inflation sous-jacente de la zone euro reste inférieure à sa cible. La Fed comme la BCE n'envisagent aucune hausse de taux avant le milieu de l'année 2020.

Les encours de crédit continuent de progresser dans l'ensemble de la zone euro malgré des disparités persistantes. Ils progressent fortement en France et en Allemagne, mais continuent de baisser en Italie et en Espagne. En France, les encours de crédit restent relativement plus dynamiques que chez les autres grands pays européens partenaires, avec en particulier des taux d'intérêt plus faibles pour les ménages.

Les hypothèses de prévision de change de l'euro sont fixées à 1,13 dollar, 0,88 livre sterling et 125 yens. Le taux de change effectif réel des exportateurs français devrait se stabiliser au deuxième trimestre 2019 puis s'apprécier légèrement au troisième.

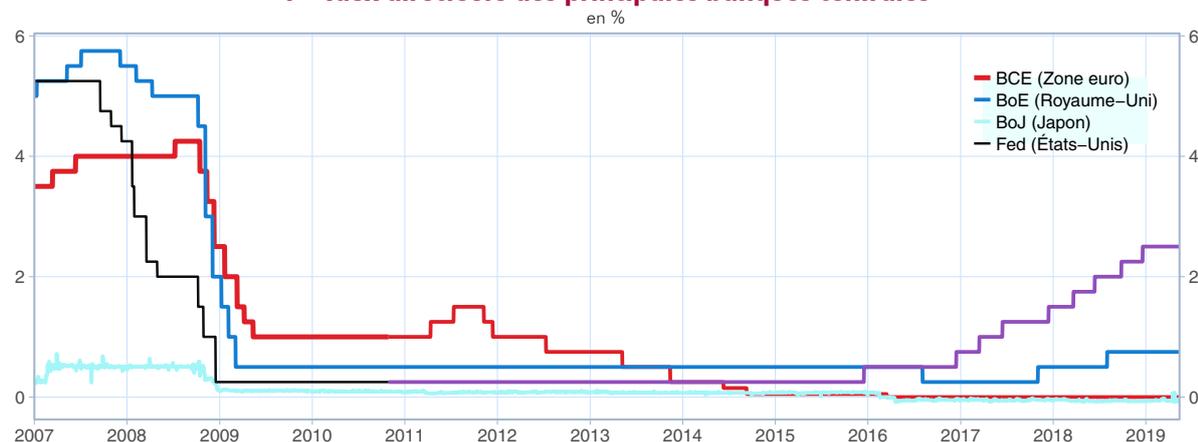
La Fed fait une pause dans la normalisation de sa politique monétaire

Au cours des trois dernières réunions de son comité de politique monétaire (FOMC) le 30 janvier, le 20 mars et le 1^{er} mai, la Fed a maintenu son taux directeur à 2,5 % (graphique 1) conformément à sa déclaration de demeurer « patiente » vis-à-vis de la normalisation de sa politique monétaire, dès lors que l'inflation apparaît relativement stabilisée. Début juin, la Fed a déclaré envisager une éventuelle baisse future du taux, en réaction aux tensions commerciales dans le monde. Pour l'année 2019, aucun mouvement du taux n'est désormais anticipé, en dépit de la légère baisse du taux de chômage aux États-Unis, toujours inférieur au taux structurel usuellement estimé, et d'une inflation sous-jacente de l'ordre de 2 %.

La Fed a poursuivi la réduction de son bilan au deuxième trimestre 2019 à un rythme d'environ 1 % par mois. Toutefois, l'arrêt de cette réduction est prévu en septembre si, comme anticipé, l'économie américaine connaît un ralentissement de son activité en fin d'année.

La stabilisation du taux américain génère des flux entrants de capitaux vers certains pays émergents, dans une perspective de plus forts rendements. Certains pays en bénéficient plus que d'autres, notamment les pays les plus stables politiquement et économiquement. Ces flux entrants ont entraîné

1 - Taux directeurs des principales banques centrales



Source : Fed, BCE, BoJ, BoE

l'appréciation de certaines monnaies, notamment le réal brésilien à la fin du mois de mars. À l'inverse, l'Argentine et la Turquie, en proie à des difficultés économiques, ne bénéficient que peu, voire pas du tout, des effets de cette stabilisation du taux américain.

La BCE poursuit sa politique monétaire accommodante

Lors de la réunion du 6 juin 2019, la BCE a repoussé l'échéance de la prochaine hausse de ses taux d'intérêt directeurs, laquelle n'interviendrait pas avant au moins le milieu de l'année 2020. Ainsi, de même que lors de la réunion du 10 avril, la BCE a décidé de ne pas modifier ses taux.

L'arrêt du programme d'achats d'actifs depuis janvier 2019 contribue à la stabilité de la taille du bilan de la BCE au premier semestre 2019. Cependant, ce bilan devrait s'accroître à partir du second semestre du fait du nouveau programme *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO). Cette politique s'explique essentiellement par une inflation (totale comme sous-jacente) toujours inférieure à la cible de

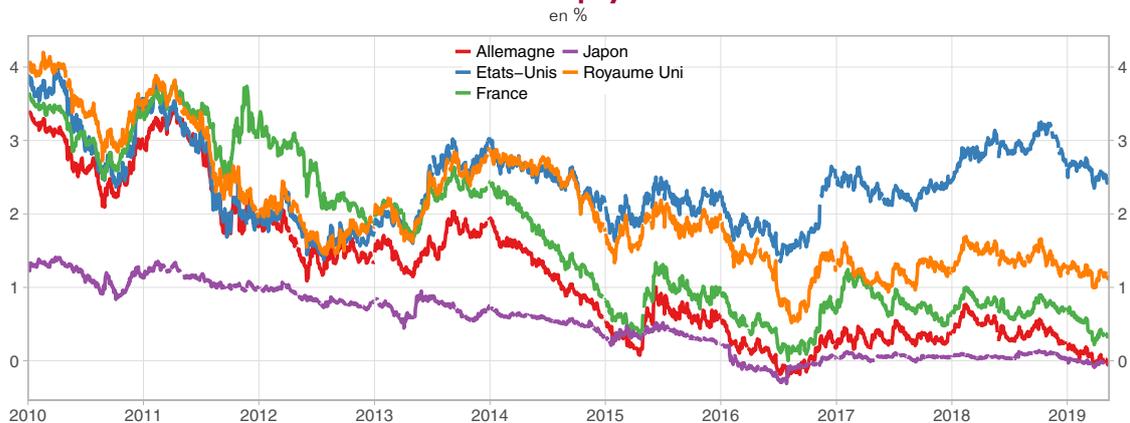
2 % en zone euro. Par ailleurs la BCE, tout comme la Fed, reste très attentive à l'évolution à court terme de l'économie pour décider de sa politique future.

Les taux souverains américains et européens ont baissé au premier semestre 2019

La baisse des taux souverains américains et européens, observée depuis la mi-mars 2019, s'explique principalement par la politique monétaire plus accommodante qu'anticipée aux États-Unis (*graphique 2*) notamment avec l'hypothèse d'une éventuelle baisse future des taux.

Le taux italien s'est stabilisé autour de 2,6 % en moyenne en avril et mai, maintenant un écart toujours élevé avec des taux allemand et français (*graphique 3*) en baisse, du fait des incertitudes sur la soutenabilité des finances publiques italiennes. La mise en oeuvre probable de la procédure pour déficit excessif pourrait induire une nouvelle hausse du spread italien.

2 - Taux souverains des pays avancés à 10 ans



Source : DataInsight

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



Note : Le Bund est le taux souverain allemand à 10 ans

Source : DataInsight

Développements internationaux

Perspectives toujours favorables pour les marchés du crédit malgré des disparités

En avril 2019, la croissance sur un an des encours de crédit aux entreprises conserve un rythme soutenu en France (+6,9 %) et en Allemagne (+6,6 %). À l'inverse, les encours de crédit aux entreprises poursuivent leur baisse en Espagne (-1,3 % en avril, *graphique 4*). En Italie, les encours de crédits baissent à nouveau (-0,5 %). De plus, tandis que le taux d'intérêt moyen des crédits aux entreprises se stabilise en mars, en Allemagne à 1,3 %, en France et en Italie entre 1,4 et 1,5 %, celui de l'Espagne dépasse 1,8 % (après 1,7 % en février). Pour le deuxième trimestre 2019, les banques européennes anticipent un léger durcissement des conditions d'offre de crédit ainsi qu'un ralentissement de la demande de crédit en zone euro.

La France se distingue de nouveau de ses principaux partenaires européens par le fort dynamisme des crédits aux ménages et aux entreprises (+5,9 % en glissement annuel pour les ménages en avril 2019, contre +3,4 % dans la zone euro) et par un taux des crédits nouveaux plus faible que le reste de la zone euro.

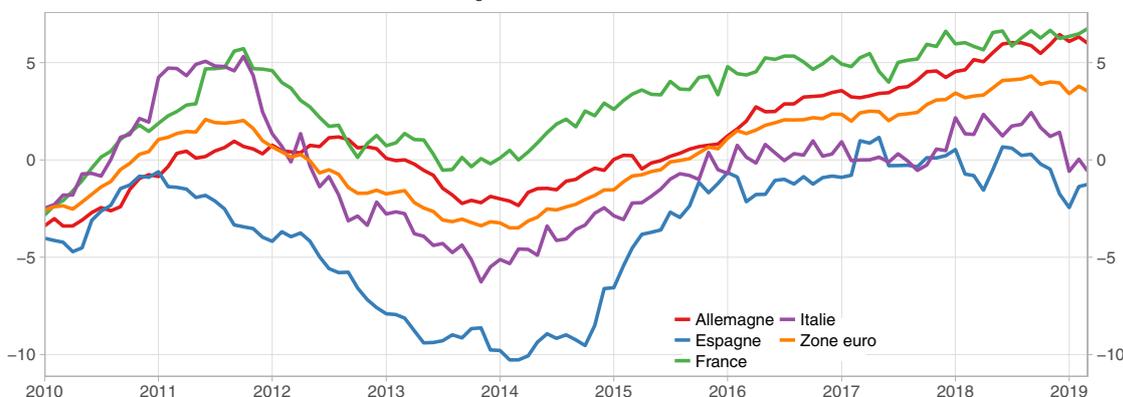
Les indices boursiers ont renoué avec des niveaux historiquement élevés au début du printemps

Les indices boursiers des pays avancés ont connu un rebond entre janvier et avril 2019 (*graphique 5*). Cette hausse est venue du discours plus accommodant qu'auparavant de la Fed comme de la BCE et d'une activité plus allante qu'anticipée aux États-Unis. Ce rebond boursier a toutefois été interrompu par la recrudescence des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis depuis mai 2019.

Après la hausse de l'indice brésilien liée à l'optimisme des investisseurs et consécutive à la mise en place des premières mesures du président Bolsonaro, la publication d'indicateurs économiques défavorables et la lenteur des réformes ont provoqué un léger repli de l'indice. L'indice argentin reste quant à lui très volatil et en forte baisse. En effet, malgré le déblocage d'une aide du FMI, l'Argentine demeure en difficulté économique avec une inflation élevée et une faible croissance dans le contexte de forte incertitude politique à l'approche des élections d'octobre.

4 - Encours de crédit aux entreprises de la zone euro

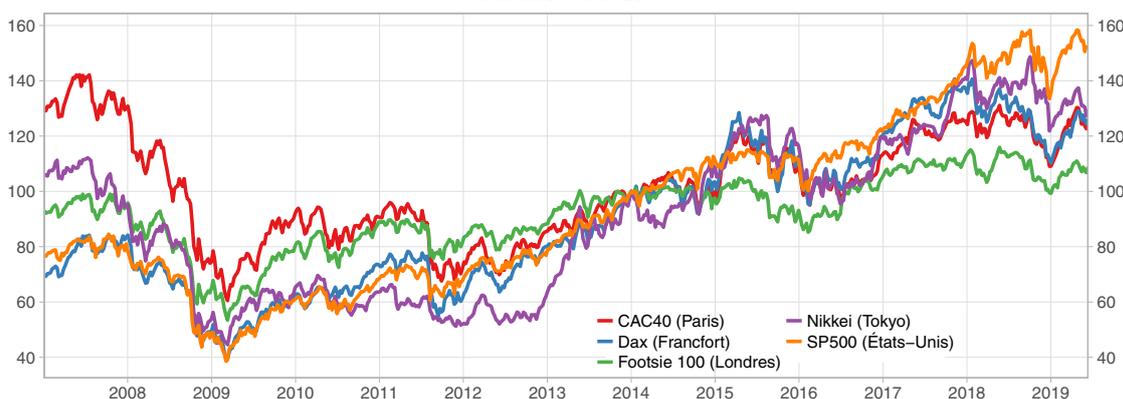
glissement annuel en %



Source : BCE

5 - Indices boursiers des pays avancés

indice base 100 en 2014



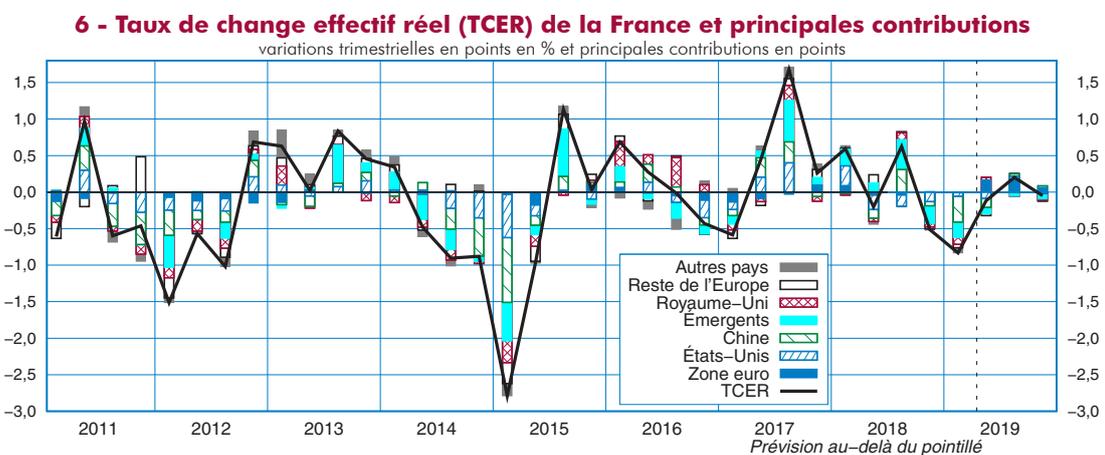
Source : DataInsight

Le taux de change effectif réel français (TCER) s'est légèrement déprécié début 2019

À partir de la fin février 2019, le taux de change euro/dollar a entamé une baisse continue pour se stabiliser autour de 1,12 dollar pour 1 euro. Ceci s'explique d'abord par le maintien d'une politique monétaire de la BCE très souple avec la mise en place du nouveau programme TLTRO, tandis que la Fed continue de réduire son bilan. Toutefois, les incertitudes se dissipent un peu en Europe en lien avec les résultats des élections européennes et la poursuite des négociations sur le *Brexit*, tandis qu'elles s'accroissent aux États-

Unis du fait des nouvelles tensions commerciales avec la Chine. Le taux de change euro/dollar s'est donc un peu redressé début juin, pour atteindre 1,13 \$ pour 1 €, niveau retenu en prévision. La livre sterling et le yen resteraient stables respectivement à 0,88 livre sterling et à 125 yens pour un euro.

Le taux de change effectif réel français (TCER) s'est déprécié au dernier trimestre 2018 (-0,5 %) ainsi qu'au premier trimestre 2019 (-0,8 %). Il devrait se stabiliser au deuxième trimestre 2019, puis s'apprécier légèrement au troisième trimestre 2019 avant de se stabiliser à nouveau au dernier trimestre sous l'effet des différentiels d'inflation (*graphique 6*). ■



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