

Marchés financiers

Les banques centrales assouplissent à nouveau leur politique monétaire

Le second semestre 2019 est marqué par un assouplissement des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique. La cible des taux d'intérêts effectifs de la Réserve fédérale américaine (Fed) a baissé de 75 points de base depuis juillet, s'établissant début novembre entre 1,5 % et 1,75 %. La Banque centrale européenne (BCE) a quant elle décidé de baisser le taux de facilité de dépôt à -0,5 %, de maintenir son taux de refinancement à 0 % et de relancer la politique d'assouplissement quantitatif, consistant à racheter des actifs sur les marchés financiers.

Par ailleurs, les encours de crédit continuent de progresser dans l'ensemble de la zone euro malgré des disparités persistantes : ils augmentent 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 dans les autres grands pays européens, avec en particulier des taux d'intérêt plus bas pour les ménages.

Les prévisions de change de l'euro sont fixées à 1,11 dollar, 0,87 livre sterling et 120 yens.

Le taux de change effectif réel des exportateurs français devrait légèrement diminuer au quatrième trimestre 2019 puis se stabiliser à l'horizon de la prévision.

dont la borne supérieure s'établit aujourd'hui à 1,75 % (graphique 1). Lors de la conférence de presse du 30 octobre dernier, le président de la Fed a signalé que, compte tenu de la bonne santé de l'économie américaine, l'institution ne prévoyait pas de baisser à nouveau ses taux dans les prochains mois. La faiblesse du taux de chômage (à 3,6 % en octobre) et celle de l'inflation qui se maintient à un niveau bien en deçà de sa cible de 2 % (à 1,7 % en septembre 2019) sont les principaux arguments à l'appui de ces perspectives de taux stables.

Par ailleurs, à la mi-septembre, le marché interbancaire collatéralisé américain a connu un épisode d'assèchement de liquidités : en quelques heures, le taux sur ce marché a bondi de 2,4 % à 10 %. Le taux effectif a brièvement dépassé sa limite supérieure fixée par la Fed, qui est alors intervenue pour fournir aux marchés la liquidité manquante. Ainsi, la Fed a repris une politique d'achat d'actifs, faisant alors à nouveau augmenter la taille de son bilan. Depuis, elle conserve cette possibilité d'achat massif d'actifs à court terme car le marché présenterait toujours des risques de déficience ponctuelle.

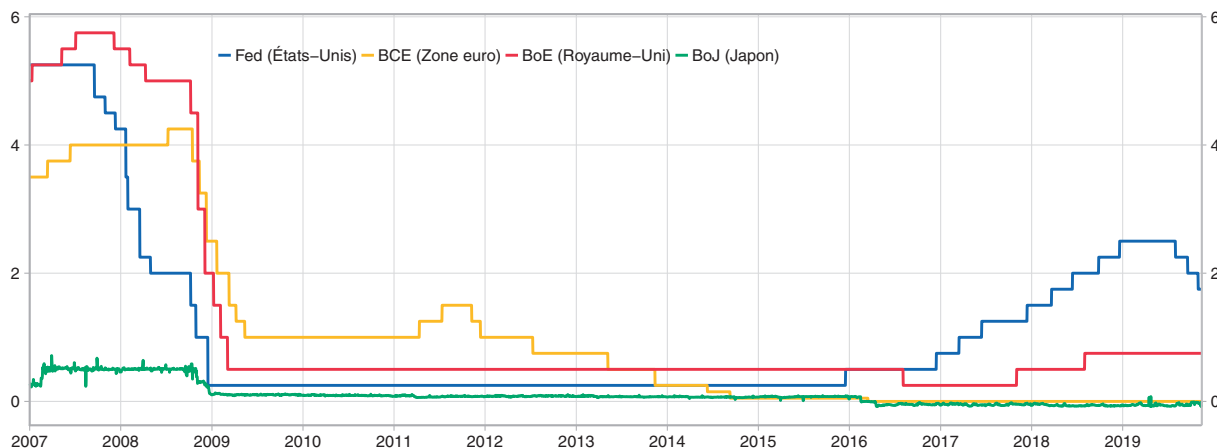
La Fed réduit ses taux directeurs et intervient pour pallier le manque de liquidités sur le marché interbancaire

Depuis fin juillet, la Fed a réduit à trois reprises de 25 points de base son principal taux directeur,

La BCE souhaite se rapprocher de sa cible d'inflation en intervenant directement sur les marchés financiers

Le 12 septembre 2019, la BCE a décidé de baisser le taux de facilité de dépôt de 10 points de base à -0,5 %, sans toutefois modifier les deux autres taux. Cette mesure vise à décourager

1 - Taux directeurs des principales banques centrales en %



Source : Fed, BCE, BoJ, BoE

davantage les banques de laisser en dépôt des liquidités sur leur compte à la BCE.

Par ailleurs, à compter du 1^{er} novembre 2019, la BCE a repris sa politique d'assouplissement quantitatif via le rachat de 20 milliards d'euros d'actifs par mois sur les marchés financiers. La taille du bilan de la BCE devrait donc à nouveau augmenter à l'avenir.

La relance d'une telle politique s'expliquerait essentiellement par une inflation (totale comme sous-jacente) toujours inférieure à la cible de 2 % en zone euro. En effet, l'inflation en zone euro s'est établie à +1,0 % en novembre et l'inflation sous-jacente à 1,5 %.

Depuis le début de l'année, les taux souverains américains et européens ont de nouveau baissé

La baisse des taux souverains américains et européens, observée depuis janvier 2019, s'explique principalement par une politique monétaire plus accommodante qu'anticipée aux États-Unis (*graphique 2*).

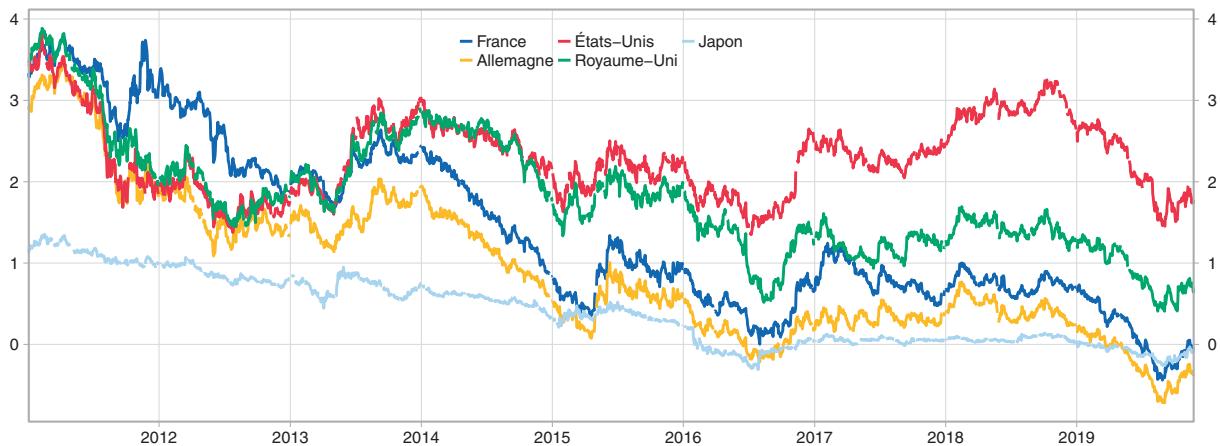
Dans le même temps, le taux italien a très largement diminué, passant de 2,5 % en moyenne en avril à 1,4 % aujourd'hui, à la faveur d'un allègement du poids des dettes futures pour le budget italien. Aussi, le *spread* italien, défini comme l'écart avec le taux à 10 ans allemand, a également reculé à 170 points de base (*graphique 3*). Cette accalmie sur les marchés est *a priori* liée à la proposition de budget italien à l'automne, en phase avec les règles budgétaires européennes.

Perspectives toujours favorables pour les marchés du crédit

En octobre 2019, la croissance sur un an des encours de crédit aux entreprises a conservé un rythme soutenu en France (+7,5 %), et en Allemagne (+6,3 %, *graphique 4*). À l'inverse, les encours de crédit aux entreprises ont poursuivi leur baisse en Espagne (-0,9 %) en octobre, et en Italie (-1,4 %). Ces évolutions des encours de crédits sont principalement dues à la stabilisation du taux d'intérêt moyen des crédits aux entreprises, qui s'établit à 1,2 % en Allemagne, 1,4 % en France, 1,3 %, en Italie et 1,7 % en Espagne. Compte tenu de cette dynamique, les banques européennes

2 - Taux souverains des pays avancés à 10 ans

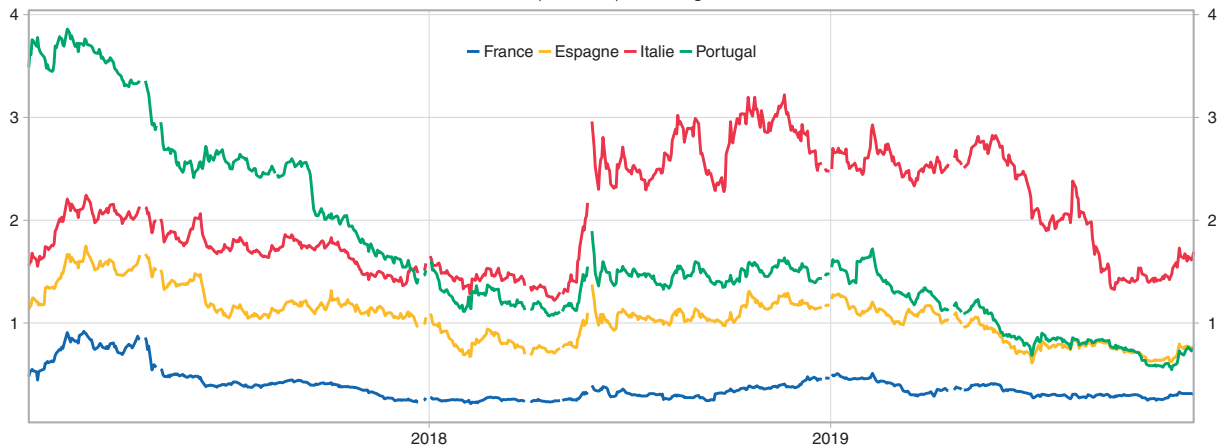
en %



Source : DataInsight

3 - Écart des taux souverains à 10 ans par rapport au taux allemand

en points de pourcentage



Source : DataInsight

Développements internationaux

anticipent une stabilité des conditions d'offre de crédit et de la demande de crédit en zone euro au quatrième trimestre 2019, selon l'enquête menée par la BCE (*Bank Lending Survey*).

Par ailleurs, la France se distingue de nouveau de ses principaux partenaires européens par le fort dynamisme des crédits accordés aux ménages (+6,3 % en glissement annuel en octobre 2019 en France, contre +3,5 % dans la zone euro) et par un taux des crédits nouveaux plus faible que dans le reste de la zone euro (1,2 % en France contre 1,4 % en zone euro en octobre 2019).

Indices boursiers en hausse pour l'ensemble des zones

Depuis l'été, les indices boursiers réagissent tout à la fois à des facteurs haussiers, notamment les annonces d'assouplissement monétaire et, en sens inverse, aux incertitudes liées à la guerre commerciale sino-américaine et au *Brexit* (*graphique 5*).

Du côté des économies émergentes, l'indice

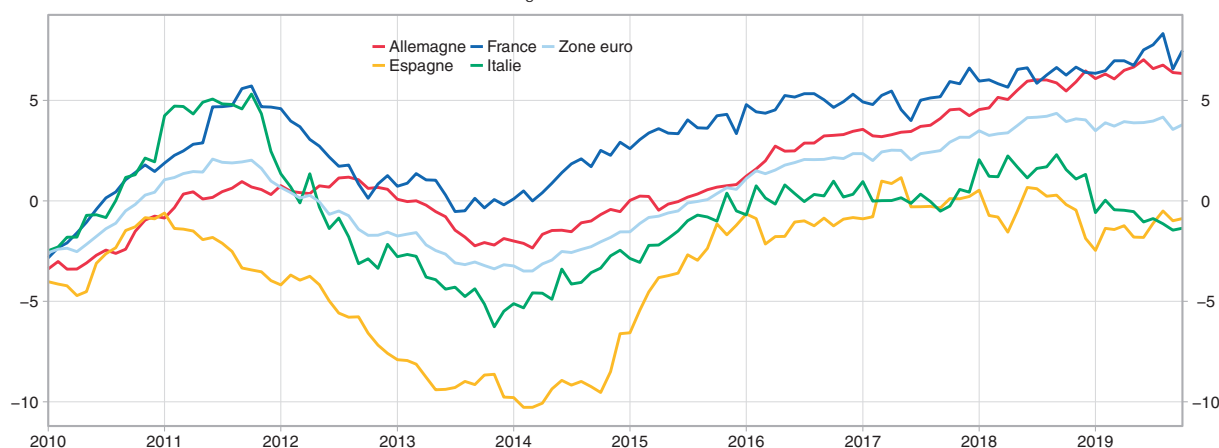
argentin (Merval) a fortement décroché début août en raison notamment des incertitudes préélectorales, mais a depuis retrouvé son niveau d'avril. Par ailleurs, la forte dépréciation du peso a conduit la banque centrale à augmenter ses taux directeurs. Les autres indices boursiers des pays émergents ont sensiblement augmenté depuis le début de l'année, l'indice chinois gagnant près de 15 %, le brésilien 25 % et le russe 35 %.

Le taux de change effectif réel français (TCER) s'est stabilisé au troisième trimestre 2019

Après une dépréciation continue de l'euro face au dollar depuis le début de l'année, sans doute en lien avec des perspectives de croissance plus faibles en zone euro qu'aux États-Unis, l'euro s'est à nouveau un peu apprécié depuis octobre à 1,11 \$, hypothèse retenue en prévision. La livre sterling et le yen restent stables à 0,87 livre sterling et autour de 120 yens pour un euro. Après

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

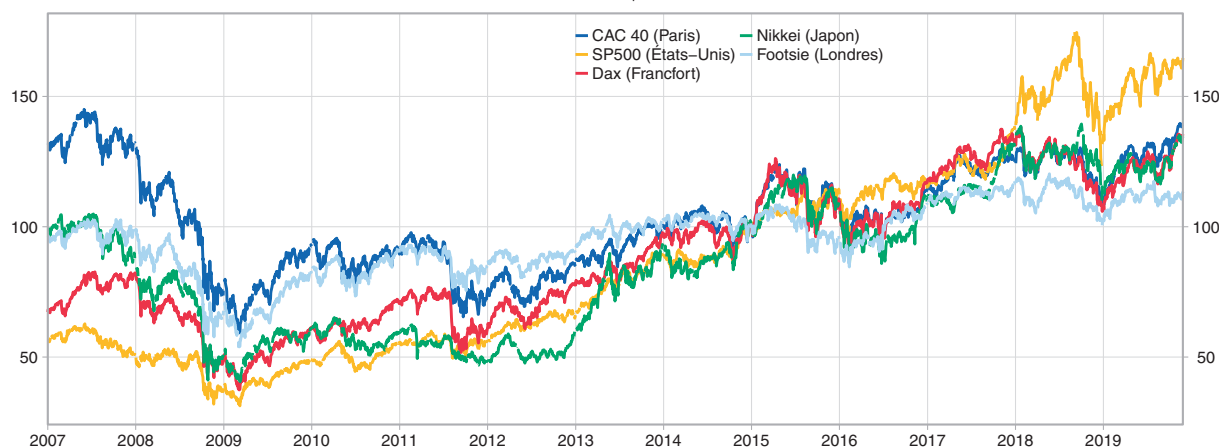
glissement annuel en %



Source : BCE

5 - Indices boursiers des pays avancés

indice base 100 janvier 2015



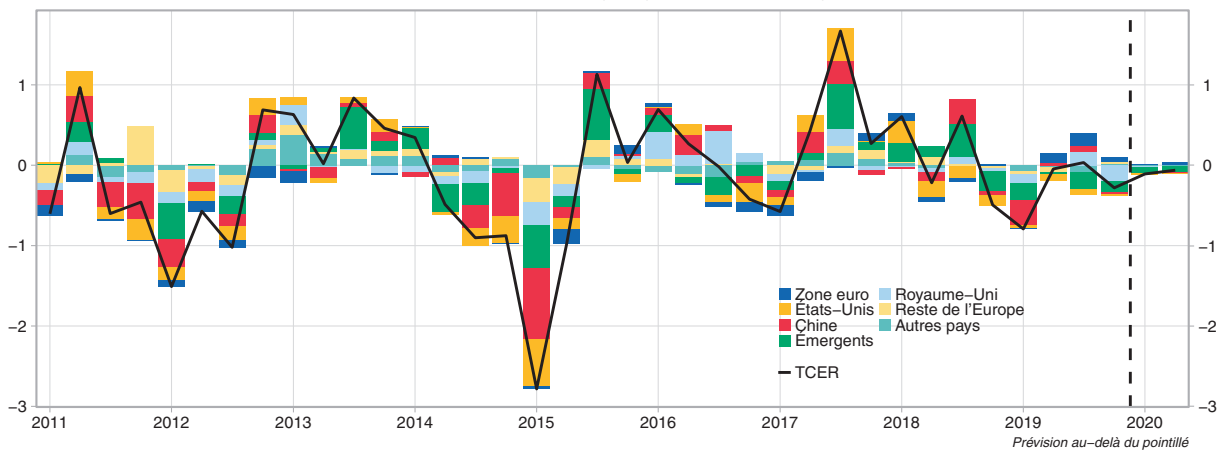
Source : DataInsight

un troisième trimestre relativement atone, le taux de change effectif réel français se déprécierait légèrement au quatrième trimestre (-0,3 %), puis se stabiliserait à nouveau au premier semestre (-0,1 %) 2020 en lien avec l'hypothèse de taux de

change (*graphique 6*). Au total en 2019, le taux de change effectif réel se déprécierait de -1,4 % contre +0,3 % en 2018. Au premier semestre 2020 son acquis de croissance s'élèverait à -0,4 %. ■

6 - Variations, trimestrielles, du TCER et ses principales contributions

variations trimestrielles en % et principales contributions en points



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