

# Marchés financiers

## Politique monétaire : l'Amérique, d'abord

Les orientations des politiques monétaires continuent de diverger de part et d'autre de l'Atlantique. D'un côté, la Réserve fédérale américaine a relevé ses taux directeurs en décembre, confortée par une inflation sous-jacente au-dessus de sa cible de 2 % et par un bas niveau de chômage. Elle envisage de les relever trois autres fois en 2017. De l'autre côté, l'inflation sous-jacente reste modérée dans la zone euro et la Banque centrale européenne poursuit sa politique monétaire accommodante. Elle prolongera son programme d'achats au-delà de mars 2017, en en réduisant l'ampleur.

Les taux souverains européens repartent à la hausse et les écarts se creusent entre eux. Le marché du crédit continue de s'améliorer dans la zone euro, même si le crédit y augmente nettement moins vite que la base monétaire. Les situations restent contrastées selon les pays européens : les encours de crédit aux entreprises progressent solidement en France et en Allemagne tandis qu'ils diminuent encore en Italie et en Espagne.

À la suite de l'élection de D. Trump et de la hausse des taux directeurs de la Fed, le dollar s'est apprécié vis-à-vis de l'euro fin 2016 ; la livre et le yen se sont stabilisés, si bien que le taux de change effectif réel français a un peu fléchi. Par convention, le taux de change de l'euro est figé en prévision, à 1,06 dollar, 0,87 livre sterling et 120 yens.

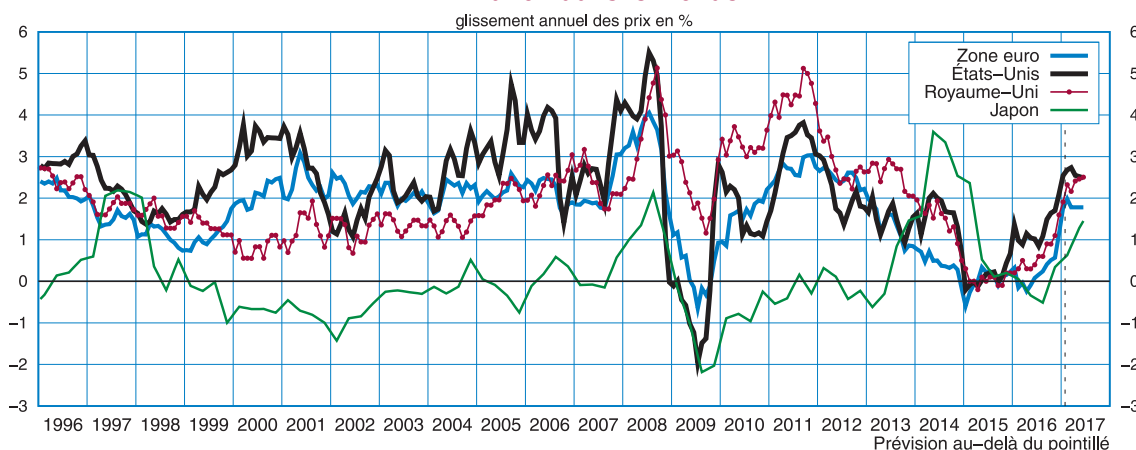
### La Réserve fédérale a relevé son taux directeur en décembre et le relèverait de nouveau en 2017

En décembre 2016, la Banque centrale américaine (Fed) a relevé son taux directeur de 0,50 % à 0,75 %. La précédente hausse datait de décembre 2015. Les objectifs de la Fed sont atteints : le taux de chômage se stabilise à un niveau bas (4,8 % en janvier), et l'inflation sous-jacente reste ancrée au-dessus du seuil de 2 % depuis janvier 2016. L'inflation totale augmente depuis mi-2016 du fait de sa composante énergétique (*graphique 1*) ; début 2017, elle rattraperait et dépasserait légèrement sa composante sous-jacente. Par conséquent, la Fed continuerait de normaliser sa politique monétaire en augmentant de nouveau graduellement ses taux directeurs, trois hausses étant envisagées pour 2017.

### La BCE freinerait légèrement sa politique monétaire accommodante

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé en décembre 2016 qu'elle prolongera sa politique accommodante au-delà de mars 2017. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente reste en effet modérée, nettement sous les 2 % (*graphique 2*). Toutefois, à partir d'avril, elle réduira le montant de ses achats de titres sur le marché secondaire à 60 milliards d'euros par mois, contre 80 milliards d'euros auparavant. Les taux directeurs sont maintenus à un niveau historiquement bas : le taux de facilité de dépôt est de -0,40 % depuis mars 2016.

1 - Inflation dans le monde



Sources : Eurostat, BLS, JSB, ONS

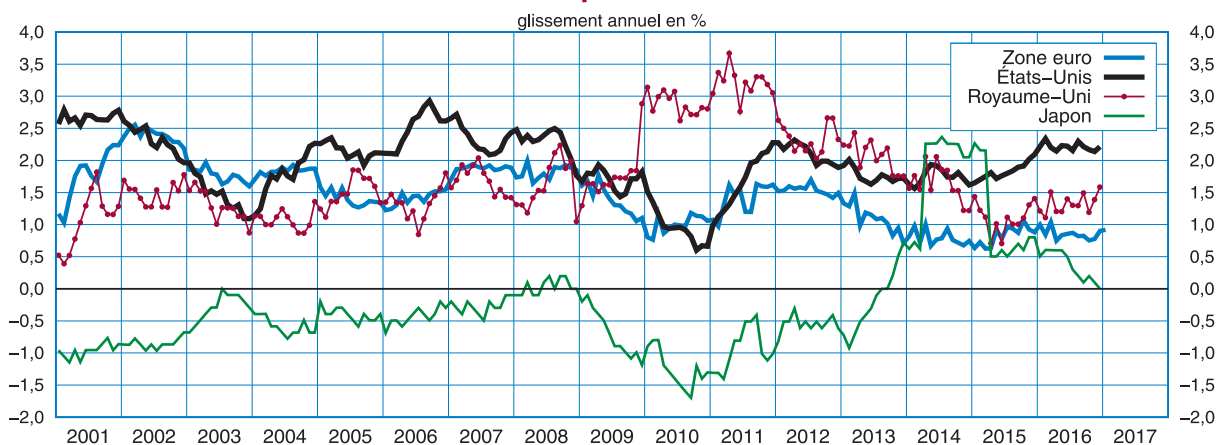
### Les taux souverains européens se sont redressés et les écarts se sont creusés

Les taux souverains des pays avancés ont grimpé à la suite de la victoire de D. Trump et de la hausse des taux directeurs de la Fed. Début mars, le taux français à 10 ans s'établit autour de 1,0 % après avoir atteint un minimum à 0,2 % en juillet 2016 (*graphique 3*). Les taux souverains espagnol et italien ont aussi nettement augmenté tandis que le taux allemand à 10 ans s'est plus modérément redressé. L'écart entre les taux souverains français et allemand (*spread*) a crû, atteignant jusqu'à 70 points de base. Le *spread* italo-allemand a atteint 200 points de base. Cette nouvelle divergence s'explique par des sorties de capitaux privés importantes d'Italie. Les *spreads* au sein de la zone euro restent toutefois beaucoup plus faibles qu'entre 2011 et 2013.

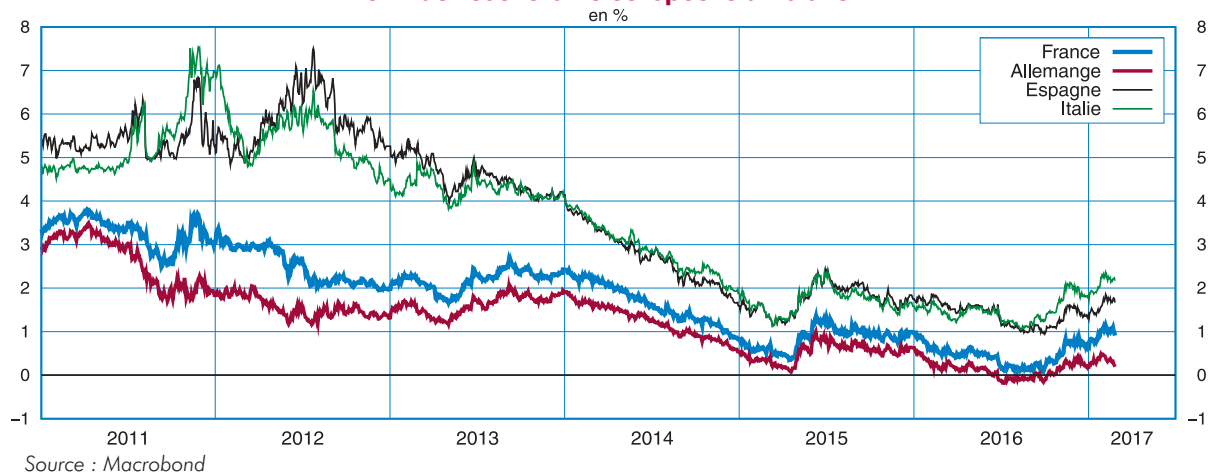
### Le crédit aux entreprises est reparti dans la zone euro, sauf en Italie et en Espagne

Les encours de crédit aux sociétés non financières (SNF) de la zone euro s'accroissent depuis janvier 2016, dans la continuité de l'amélioration amorcée début 2014. Sur un an, les encours de crédit ont augmenté de 1,7 % en janvier 2017. Cette reprise du crédit reste cependant modeste au regard de la forte croissance de la base monétaire mise en œuvre par la BCE. L'excès de liquidité que les banques laissent en réserve auprès de la BCE ne cesse donc de grossir (*graphique 4*). Les encours de crédit aux SNF sont dynamiques en France (+4,5 % en glissement annuel en janvier 2017) et en Allemagne (+4,4 %). En revanche, ils baissent de nouveau autour de -0,7 % en Espagne et en Italie. Les taux d'intérêt des crédits nouveaux

## 2 - Inflation sous-jacente dans le monde



## 3 - Taux souverains européens à 10 ans



## Développements internationaux

ont convergé entre les principaux pays de la zone euro (autour de 1,5 %), sauf en Espagne où ils demeurent plus élevés (2,0 %). Le cycle d'assouplissement du marché du crédit toucherait à sa fin au niveau européen, dans le sillage de la remontée des taux souverains, selon les dernières enquêtes de la BCE auprès des banques privées sur le crédit.

### Début 2017, les indices boursiers se stabilisent après s'être redressés fin 2016

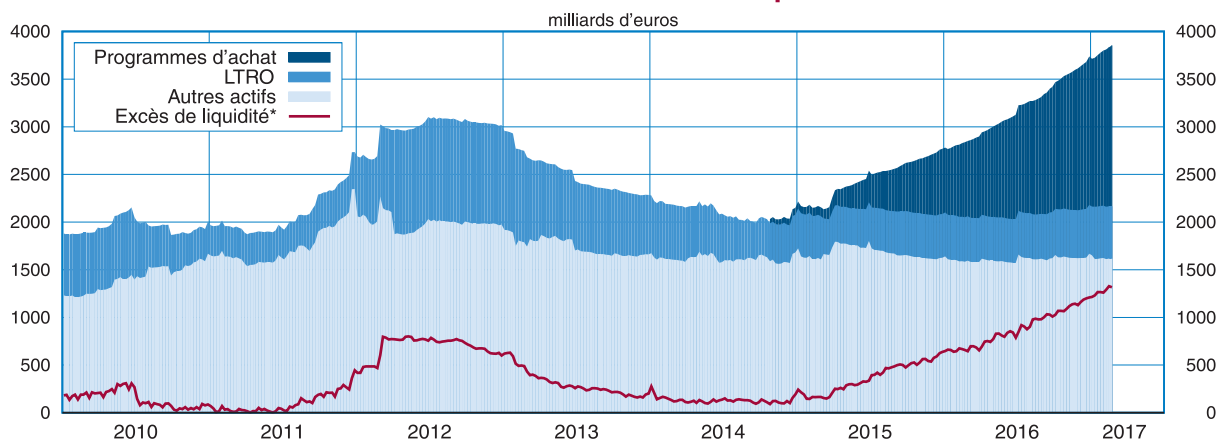
Les indices boursiers des pays avancés ont vivement augmenté après la victoire de D. Trump en novembre 2016 (graphique 5), les investisseurs financiers anticipant une accélération de l'activité aux États-Unis qui serait dopée par une politique budgétaire expansionniste. Début 2017, les différents indices (DAX, ICAC, Nikkei et Footsie 100) tendent néanmoins à se stabiliser, sauf aux États-Unis où le S&P continue d'augmenter.

La volatilité de ces indices est un peu remontée avant les élections américaines mais est retombée depuis. Elle n'a pas atteint les niveaux ayant suivi les résultats du référendum sur le Brexit, eux-mêmes relativement faibles au regard des chocs passés.

### Face à l'euro, le dollar s'est apprécié fin 2016

L'élection de D. Trump et la hausse des taux directeurs de la Fed ont contribué à l'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro fin 2016. En février 2017, il s'échange 1,06 dollar pour un euro, contre 1,12 dollar à l'été 2016. Cette appréciation a entraîné celle des monnaies émergentes qui sont arrimées au dollar. Après la nette dépréciation de la livre, en amont et en aval du référendum décendant du Brexit, le cours de la livre se stabilise autour de 0,87 livre pour un euro. Celui du yen fluctue depuis décembre 2016 autour de 120 yens pour un euro. Au total, le taux de change effectif français s'est légèrement déprécié fin 2016

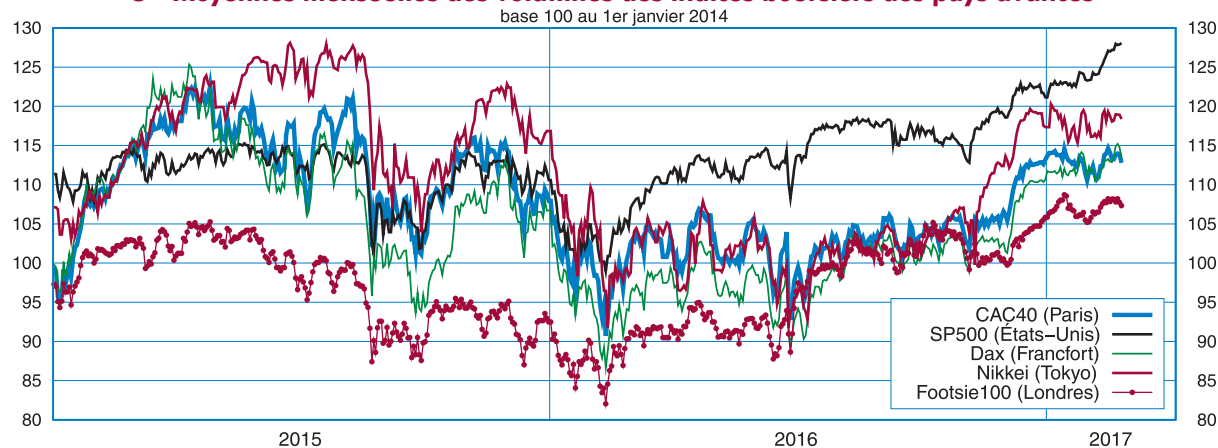
### 4 - Bilan de la BCE et excès de liquidité



\*Excès de liquidité : dépôts des banques auprès de la Banque centrale qui excèdent les réserves obligatoires.

Sources : Banque centrale européenne, calculs Insee

### 5 - Moyennes mensuelles des volatilités des indices boursiers des pays avancés



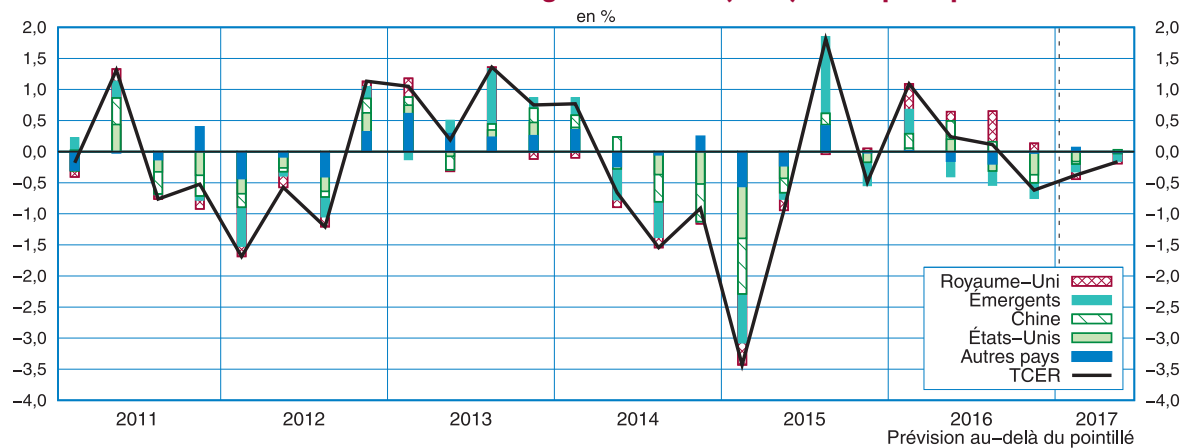
Source : Macrobond

## Développements internationaux

(graphique 6). Par convention, le taux de change de l'euro vis-à-vis des différentes monnaies est figé à son dernier niveau connu début mars (1,06 dollar, 0,87 livre et 120 yens pour un euro) jusque mi-2017. Un aléa pèse toutefois sur la parité euro-dollar, qui dépendra du rythme des

relèvements de taux directeurs de la Fed. L'inflation restant par ailleurs plus faible en France que chez ses principaux partenaires, le taux de change effectif réel français continuerait de se déprécier légèrement d'ici juin. ■

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



Sources : Macrobond, calculs Insee