

# Marchés financiers

## Les politiques monétaires face au ralentissement économique

Lors de leurs dernières réunions respectives de politique monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) comme la Réserve fédérale (Fed) ont reconnu l'existence de foyers d'incertitude qui conditionnent leur politique future. Ainsi, la Fed a stabilisé ses taux le 30 janvier 2019 après la hausse décidée en décembre 2018, et annonce être « patiente » concernant le rythme de la hausse future de son taux directeur. La BCE a quant à elle mis fin à la hausse de la taille de son bilan en achevant en janvier 2019, comme prévu, son programme d'achat d'actifs. Toutefois, une hausse des taux directeurs de la zone euro n'interviendrait pas avant la fin de l'année 2019 du fait du ralentissement économique et d'une inflation sous-jacente inférieure à la cible.

La hausse des encours de crédit se poursuit malgré des disparités persistantes au sein de la zone euro, disparités renforcées par le repli du crédit en Espagne et en Italie. Les banques européennes anticipent au premier trimestre 2019 un ralentissement du crédit, notamment aux entreprises, tant du côté de l'offre que de celui de la demande.

Les indices boursiers des pays avancés connaissent un rebond après le repli marqué du dernier trimestre 2018. Ceux des pays émergents se redressent également, malgré des difficultés économiques en Argentine et en Turquie.

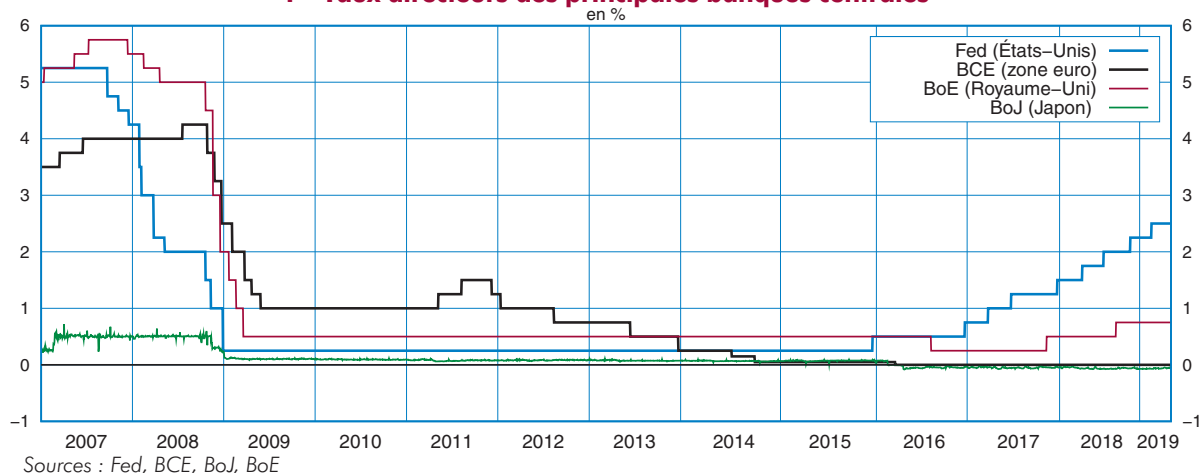
L'euro se stabilise autour de 1,14 dollar depuis le mois de novembre 2018 après s'être un peu déprécié. La livre se maintient à environ 0,88 livre pour 1 euro. En prévision, l'euro est figé à 1,14 dollar, 0,88 livre sterling et 125 yens. Le taux de change effectif réel des exportateurs français se déprécierait légèrement au premier trimestre 2019 puis se stabiliserait au deuxième.

### La Fed poursuit la normalisation de sa politique monétaire mais affiche sa patience

En 2018, la Réserve fédérale (Fed) a procédé à quatre hausses successives de son taux directeur, de 25 points de base chacune, la plus récente lors de son comité de politique monétaire (FOMC) les 18 et 19 décembre (*graphique 1*). Le 30 janvier, elle a décidé de le maintenir à 2,5 %. Les incertitudes autour de la croissance américaine conduisent la Fed à afficher sa patience quant au rythme des hausses de taux à venir. La banque centrale laisse attendre une seule hausse en 2019, au dernier trimestre.

La Fed poursuit par ailleurs la réduction de son bilan, à un rythme moyen de 30 milliards de dollars par mois. Cette politique est motivée par une inflation sous-jacente supérieure à 2 % et par un taux de chômage proche mais inférieur aux estimations usuelles du taux structurel.

1 - Taux directeurs des principales banques centrales



## Développements internationaux

Ce resserrement monétaire continue de fragiliser les économies émergentes. La dépréciation du peso argentin relativement au dollar a contraint la banque centrale argentine à intervenir pour stabiliser le taux de change. La banque centrale turque n'est quant à elle pas en mesure de poursuivre la hausse de son taux directeur compte tenu de la récession en cours.

### La BCE poursuit sa politique monétaire accommodante

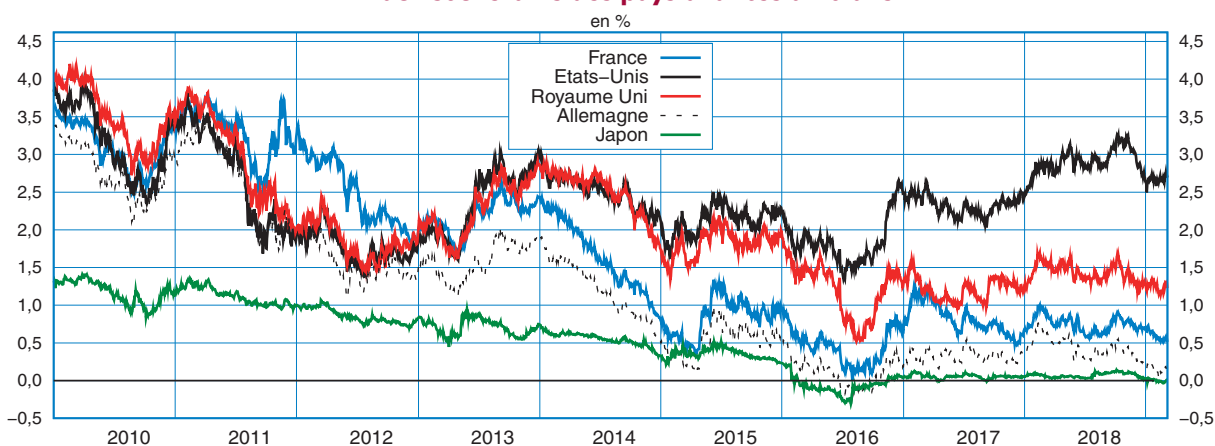
Au cours des deux dernières réunions du 24 janvier 2019 et du 6 mars 2019, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés et a indiqué vouloir les conserver à ces niveaux jusqu'à la fin de l'année 2019 au moins. Elle a de plus décidé d'une nouvelle opération ciblée de refinancement à long terme (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) à compter de septembre 2019. En revanche, la fin du programme d'achats d'actifs

est effective depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019. Les montants issus du remboursement des actifs arrivant à terme sont réinvestis dans de nouveaux actifs publics et privés afin de stabiliser la taille du bilan de la BCE. La politique monétaire menée par la BCE s'explique essentiellement par une inflation totale de 1,4 % en janvier 2019 et sous-jacente de 1,1 %, toujours inférieure à la cible de 2 % en zone euro. La BCE, tout comme la Fed, reste ainsi très attentive à l'évolution à court terme de l'économie pour décider de sa politique à venir.

### Les taux souverains américains et britanniques en léger rebond en début d'année 2019.

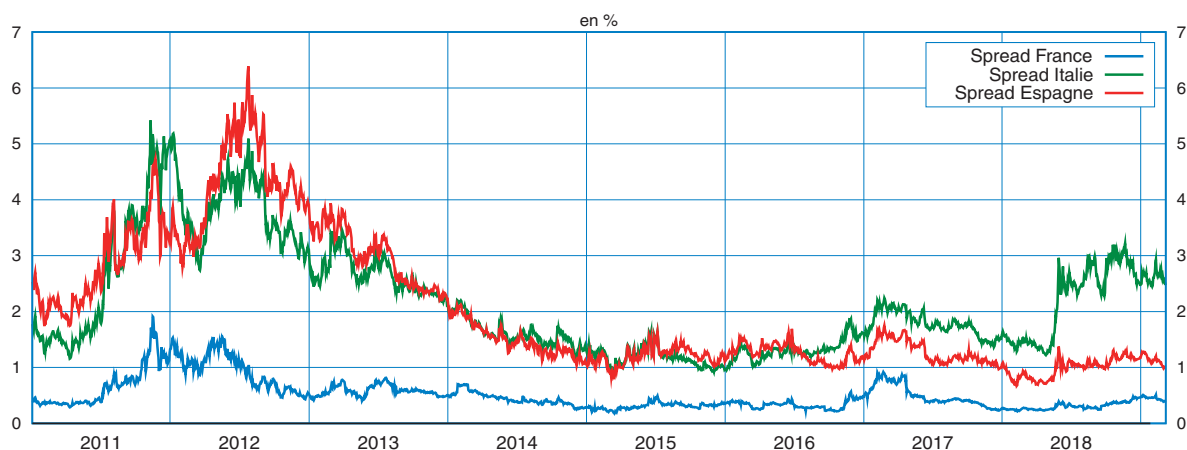
Les taux souverains américains et anglais ont un peu rebondi en janvier 2019 sous l'effet d'une hausse de l'inflation anticipée, liée à un léger rebond du cours du pétrole et à une moindre aversion au risque des investisseurs (*graphique 2*).

## 2 - Taux souverains des pays avancés à 10 ans



Sources : 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

Le taux italien à 10 ans se stabilise à un niveau relativement élevé du fait de l'augmentation de l'endettement public et des faibles perspectives de croissance (*graphique 3*).

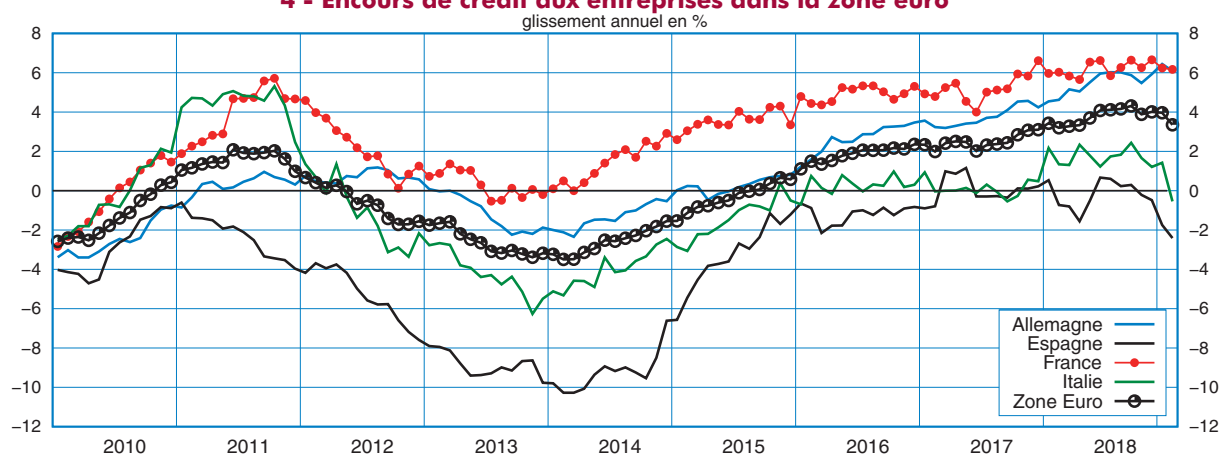
### Les perspectives restent favorables pour les marchés du crédit, malgré des disparités

En janvier 2019, la croissance sur un an des encours de crédit conserve un rythme soutenu en France (+6,2 %) et en Allemagne (+6,1 %). En revanche, les encours de crédit aux entreprises baissent en Espagne (-2,4 %) et en Italie (-0,5 %) par rapport à l'année précédente. De plus, le taux d'intérêt

moyen des crédits aux entreprises reste stable en Allemagne autour de 1,3 % en janvier, en France et en Italie entre 1,4 et 1,5 %, et se stabilise à 1,7 % en Espagne. Au premier 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.

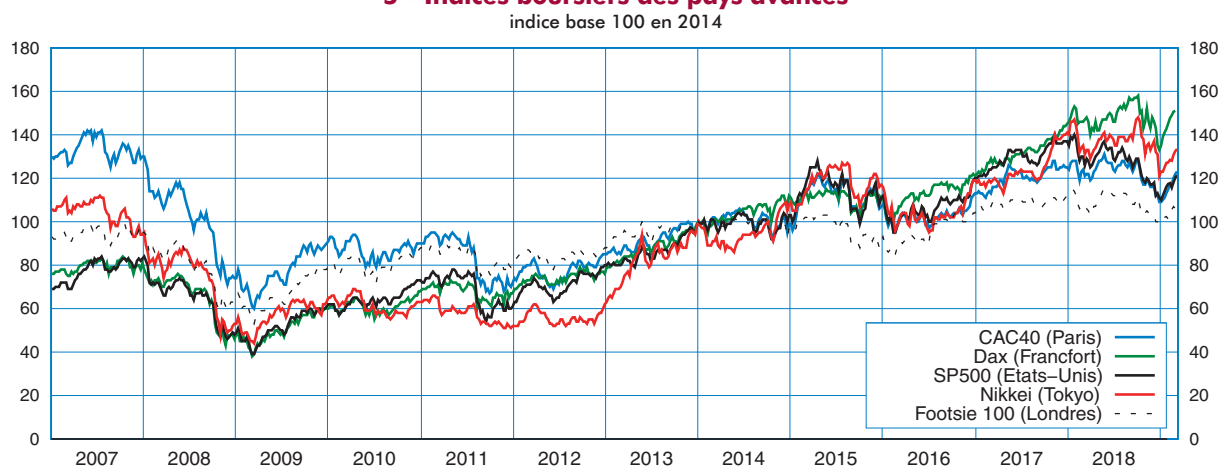
La France se distingue toujours de ses principaux partenaires européens par le fort dynamisme des crédits aux ménages et aux entreprises (+5,4 % en glissement annuel pour les ménages en décembre 2018, contre +3,2 % dans la zone euro) et par un taux des crédits nouveaux plus faible que dans le reste de la zone euro.

### 4 - Encours de crédit aux entreprises dans la zone euro



Sources : BCE, Banque de France

### 5 - Indices boursiers des pays avancés



Source : DataInsight

## Développements internationaux

### Les indices boursiers se redressent un peu en début d'année

Les indices boursiers des pays avancés et émergents connaissent un rebond en début d'année 2019 (graphique 5), grâce notamment à un assouplissement des relations commerciales entre la Chine et les États-Unis, à une politique budgétaire chinoise plus expansionniste et à la patience de la Fed dans la remontée des taux. La poursuite d'une politique monétaire accommodante de la BCE ainsi que des perspectives favorables dans les secteurs automobiles et technologiques soutiennent les indices européens.

Le paysage est plus contrasté pour les indices boursiers des pays émergents, mais la plupart progressent également début 2019. L'optimisme des investisseurs en lien avec l'élection du président Bolsonaro au Brésil tire vers le haut l'indice mesurant les performances des marchés des 24 pays émergents (*Morgan Stanley Capital International Emerging Market - MSCI EM*). La hausse de l'indice argentin depuis fin 2018 a été

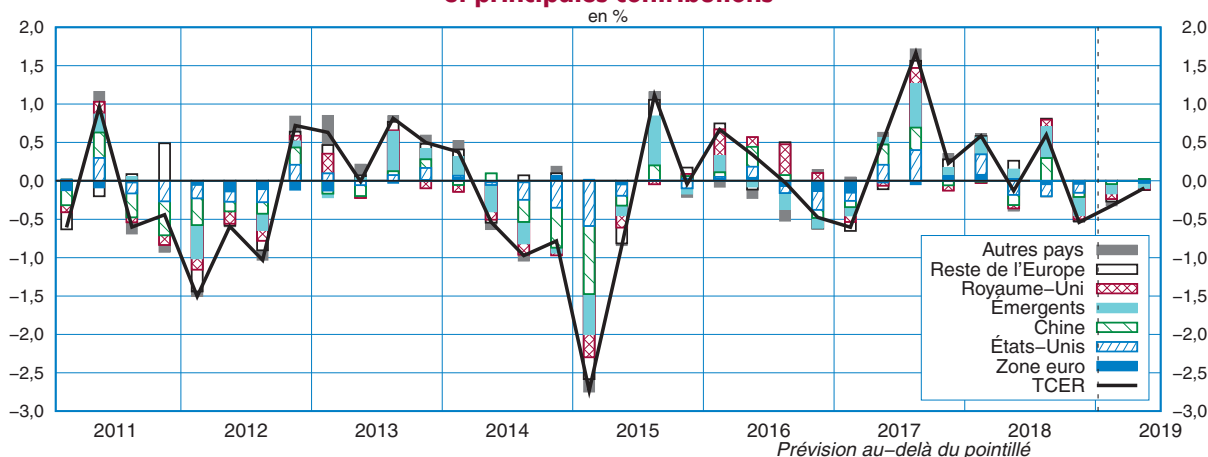
principalement liée à une politique attractive en faveur des capitaux étrangers. De mauvais résultats dans les secteurs bancaire et énergétique ont provoqué un retournement de l'indice à la baisse à partir de mi-février.

### L'euro se stabilise face au dollar depuis le quatrième trimestre 2018

L'euro s'est stabilisé à 1,14 dollar depuis le dernier trimestre 2018 dans un contexte d'incertitude sur le différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro. La livre sterling et le yen sont stables respectivement à 0,88 livre sterling et à 125 yens pour un euro. Le taux de change de l'euro est figé à 0,88 GBP, 125 JPY et 1,14 USD jusqu'à l'horizon de prévision.

Le taux de change effectif réel français (TCER) s'est déprécié au dernier trimestre 2018 (-0,5 %). Cette dépréciation se poursuivrait au premier trimestre 2019 (-0,4 %) avant une stabilisation au second (-0,1 %), sous l'effet d'une inflation légèrement plus faible en France que dans le reste de la zone euro (graphique 6). ■

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



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