

DOIT-ON CRAINDRE UN DURCISSEMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES DANS LA ZONE EURO ?

Au regard des évolutions du marché obligataire et du marché actions, le cycle financier est très synchronisé au niveau mondial. Néanmoins, on constate une désynchronisation des cycles conjoncturels entre les États-Unis et la zone euro. La poussée des rendements des obligations d'État de la zone euro, dans le sillage des taux américains, ne doit pas être considérée comme un signe de bonne santé économique. Au contraire, elle intervient à un mauvais moment. On peut, a minima, s'attendre à une déclaration très ferme du Conseil des gouverneurs de la BCE, le 11 mars prochain, sur sa détermination à agir en cas de hausse persistante des rendements. Bien entendu, les marchés préféreraient une action immédiate. Après tout, l'outil (le Programme d'achats d'urgence face à la pandémie ou PEPP) est déjà là et on pourrait en faire un plus large usage.

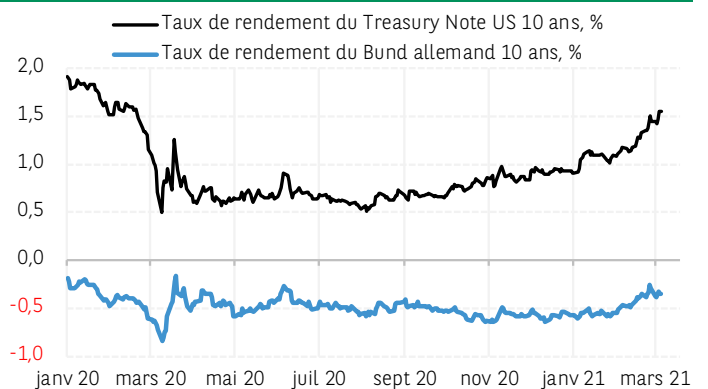
« *Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème* » avait lancé John Connally, secrétaire au Trésor lors d'une réunion du G-10 à la fin de l'année 1971¹. « *C'est notre policy mix, mais c'est votre problème* » : telle pourrait être la version actualisée de cette formule restée dans les annales. Certes, aucun responsable américain n'a prononcé ces paroles, mais l'effet conjugué d'un engagement fort, en faveur d'une politique monétaire très accommodante aussi longtemps que nécessaire, et d'une politique budgétaire expansionniste (le plan de relance américain à venir de USD 1 900 mds) n'est pas sans conséquences pour la zone euro.

Certaines d'entre elles sont positives – la perspective d'une accélération des exportations vers les États-Unis, les effets de la confiance liée à l'idée selon laquelle « lorsque les résultats sont bons aux États-Unis, l'économie mondiale se porte mieux » - mais d'autres le sont moins. C'est notamment le cas de la remontée des rendements des *Treasuries*, qui a entraîné dans son sillage celle des taux obligataires dans la zone euro (graphique 1). L'économie américaine devrait être en mesure de faire face à une telle hausse, au moins jusqu'à un certain niveau, mais il n'en va pas de même de la zone euro. Le cycle financier, illustré par les évolutions du marché obligataire et du marché actions, est très synchronisé au niveau mondial, mais il existe désormais une désynchronisation des cycles conjoncturels entre les États-Unis et la zone euro. En témoigne, par exemple, l'écart entre leurs indices PMI composites respectifs (graphique 2).

La zone euro étant de nouveau entrée en récession au quatrième trimestre, après un rebond notable mais bref au troisième trimestre 2020, un durcissement significatif des conditions financières serait particulièrement malvenu. Dans ce contexte, l'indice des conditions financières (ICF) pour la zone euro de la Banque de France fournit des informations intéressantes². L'indice est constitué de dix-huit variables regroupées en six facteurs : les taux d'intérêt, le crédit, le cours des actions, l'incertitude, l'inflation et les taux de change. Pendant le mois de janvier, un durcissement des conditions financières est apparu, mais ce mouvement s'est inversé en février (graphique 3) sous l'effet de l'évolution des taux de change, de l'incertitude, des marchés actions et du crédit. L'inflation a évolué dans la direction opposée, tandis que la contribution des taux d'intérêt est restée stable. Il convient de souligner que, sur la base de cette mesure, les conditions financières en général restent accommodantes, de sorte qu'il ne faut pas trop s'inquiéter des fluctuations à court terme. En revanche, les scores des taux d'intérêt et de l'inflation sont déjà dans la zone indiquant un durcissement et, si la hausse des rendements obligataires finit par peser plus sensiblement sur les marchés actions, les scores des facteurs « cours des actions » et « incertitude » pourraient aussi se dégrader³.

La question de l'évaluation des conditions financières est revenue à plusieurs reprises dans la conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la BCE, le 21 janvier, et compte tenu des évolutions récentes du marché, on peut s'attendre à ce qu'elle reste une thématique-clé du rendez-vous du 11 mars. Le message était le suivant en janvier : « *notre évaluation des conditions de financement favorables ne se fonde pas sur un seul indicateur. Il s'agit d'une approche holistique, qui prend en compte des indicateurs multiples* »⁴. L'accent mis sur le caractère « holistique » de la méthode montre que la question de savoir si le durcissement des conditions nécessite, ou non, des mesures de politique monétaire dépend du contexte économique⁵. Dans les circonstances actuelles, la poussée des rendements obligataires dans la zone euro ne peut être considérée comme un signe de vigueur économique. Bien au contraire, elle intervient à un mauvais moment. Fabio Panetta, membre du directoire de la BCE, a été très explicite sur ce point dans une allocution récente : « *Nous observons d'ores et déjà un effet de contagion indésirable de la hausse des rendements américains sur la courbe de taux de la zone euro. Si l'on n'y remédie pas, cela pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, incompatible avec les perspectives de la zone euro et préjudiciable à la reprise économique [dans la région]* »⁶.

SYNCHRONISATION DU CYCLE FINANCIER



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Euro Stoxx (large) et par l'indice Euro Stoxx Banks tandis que le facteur « incertitude » est représenté par la volatilité implicite de l'Euro Stoxx et l'indice Citigroup de surprise économique pour la zone euro.

⁴ BCE, conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la BCE et Luis de Guindos, vice-président de la BCE, 21 janvier 2021.

⁵ Pour une explication détaillée des raisons pour lesquelles l'indice des conditions financières ne peut être utilisé de manière automatique pour fixer la politique monétaire, voir : *Calibrating unconventional monetary policy*, Discours de Peter Praet, membre du directoire de la BCE, 6 avril 2017.

⁶ *Mind the gap(s): monetary policy and the way out of the pandemic*, Discours de Fabio Panetta,

1 *The dollar is our currency, but it's your problem*, IPE Magazine, octobre 2007.

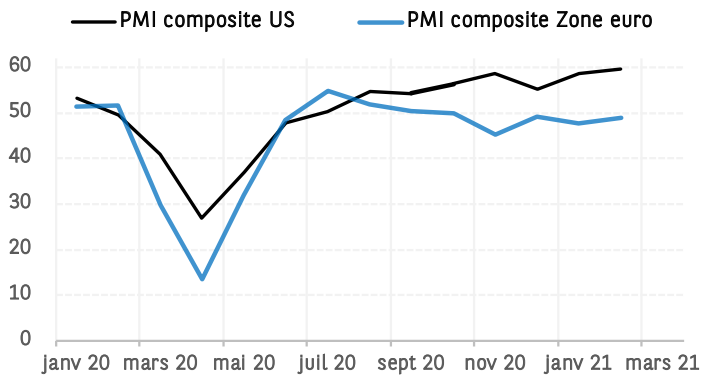
2 Un nouvel indice Banque de France des conditions financières pour la zone euro, Bulletin de la Banque de France, 223/1 – mai-juin 2019.

3 Dans l'indice de la Banque de France, le facteur « cours des actions » est représenté par l'indice

Dans ces conditions, on peut a minima s'attendre à une déclaration très ferme du Conseil des gouverneurs de la BCE, le 11 mars prochain, sur sa détermination à agir en cas de hausse persistante des rendements. Bien entendu, les marchés préféreraient une action immédiate. Après tout, l'outil - le PEPP - est déjà là et on pourrait en faire un plus grand usage.

William De Vijlder

DÉSYNCHRONISATION DE LA CONFIANCE DES ENTREPRISES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MARKIT ECONOMICS, BNP PARIBAS

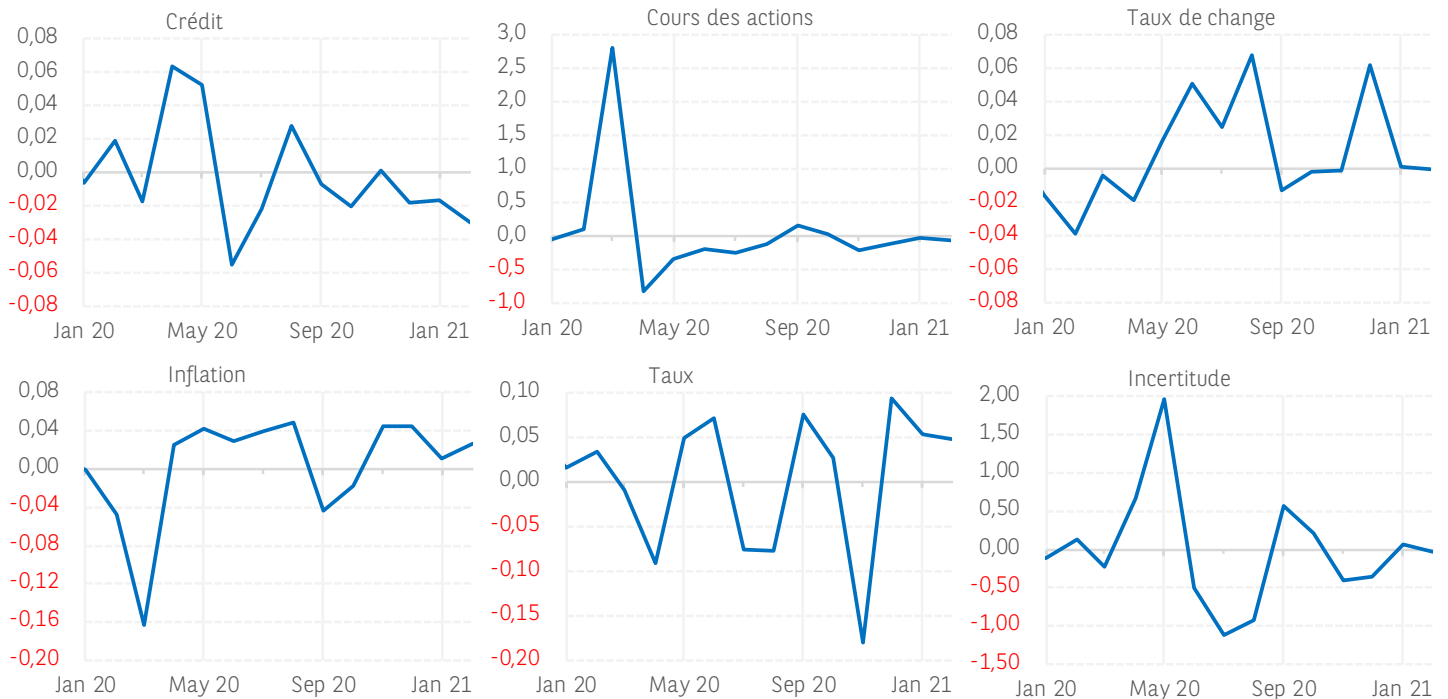
ZONE EURO : INDICE DES CONDITIONS FINANCIÈRES (ICF)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BNP PARIBAS

ZONE EURO : COMPOSITION DE L'INDICE DES CONDITIONS FINANCIÈRES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BANQUE DE FRANCE, BNP PARIBAS

