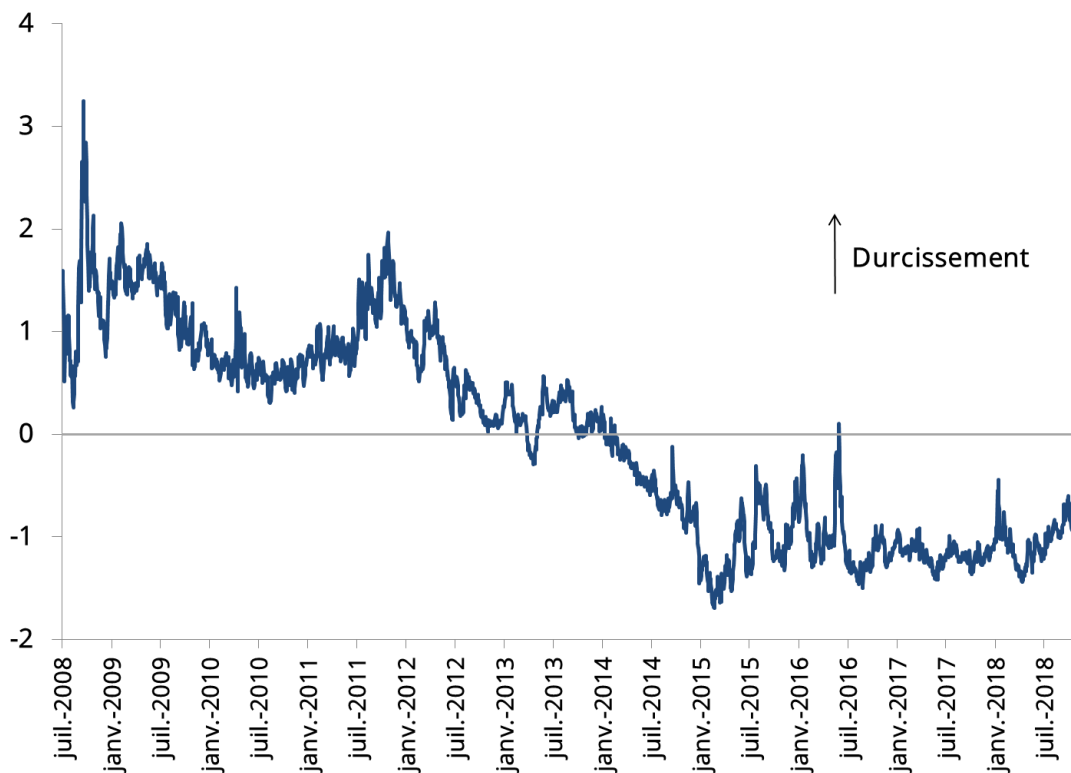


# Un nouvel indice des conditions financières pour la zone euro

Par [Anna Petronevich](#) et [Jean-Guillaume Sahuc](#)

*Le taux d'intérêt de court terme ne reflète pas pleinement les conditions financières, surtout lorsqu'il avoisine sa valeur plancher. Les institutions financières et les banques centrales utilisent donc d'autres indicateurs plus riches en information, tels que les indices des conditions financières (ICF). Nous proposons un nouvel ICF intégrant des pondérations variables dans le temps qui identifie les sources d'évolution des conditions financières.*

**Graphique 1 : Dynamique de l'ICF de la Banque de France pour la zone euro**



Sources : Bloomberg et calculs des auteurs

Les conditions financières sont importantes car elles ont sur l'activité économique actuelle et future une incidence que le taux d'intérêt de court terme ne reflète pas pleinement, surtout lorsque ce dernier avoisine sa valeur plancher. Suivre leur évolution permet aux banques centrales d'évaluer si leurs politiques monétaires accommodantes se traduisent par des conditions financières suffisamment favorables pour stimuler la croissance économique et aux investisseurs d'élaborer leurs stratégies d'investissement. La crise financière mondiale de 2008 a entraîné une prolifération d'indices permettant d'évaluer les conditions financières ou les tensions financières (Goldman Sachs FCI, Morgan Stanley FCI, Bloomberg FCI et autres), mais il n'existe toujours pas de consensus sur la bonne manière d'estimer les ICF. Le nouvel ICF que nous proposons pour la zone euro utilise l'analyse en composantes principales ainsi que des pondérations variables dans le temps. Ce cadre présente trois avantages principaux par rapport à d'autres méthodologies : (a) il s'appuie sur un vaste ensemble de données, (b) il est transparent et (c) il peut être décomposé en facteurs principaux. En outre, il peut s'adapter à l'environnement en rapide évolution du secteur financier grâce aux pondérations variables dans le temps attribuées à chaque facteur.

### En quoi diffère-t-il des autres ICF ?

**Sélection des données.** Un ICF doit couvrir un large éventail de données pour pouvoir suivre les diverses sources de complications inhérentes au système financier. Notre ICF s'appuie sur 18 séries quotidiennes de taux souverains et de marché, d'écarts de rendement des obligations d'entreprises, d'indices boursiers, de *swaps* indexés sur l'inflation pour différentes échéances, d'indices de surprise et de volatilité. Parmi les ICF existants, il est ainsi l'un des plus larges.

**Traçabilité et souplesse.** Contrairement à de nombreux autres indices, notre ICF est calculé à l'aide d'une méthodologie claire et souple, qui rend cet indicateur transparent et répliquable. En outre, cela nous permet de décomposer la dynamique de l'ICF en six facteurs principaux : les taux, le crédit, le cours des actions, l'incertitude, l'inflation et les taux de change.

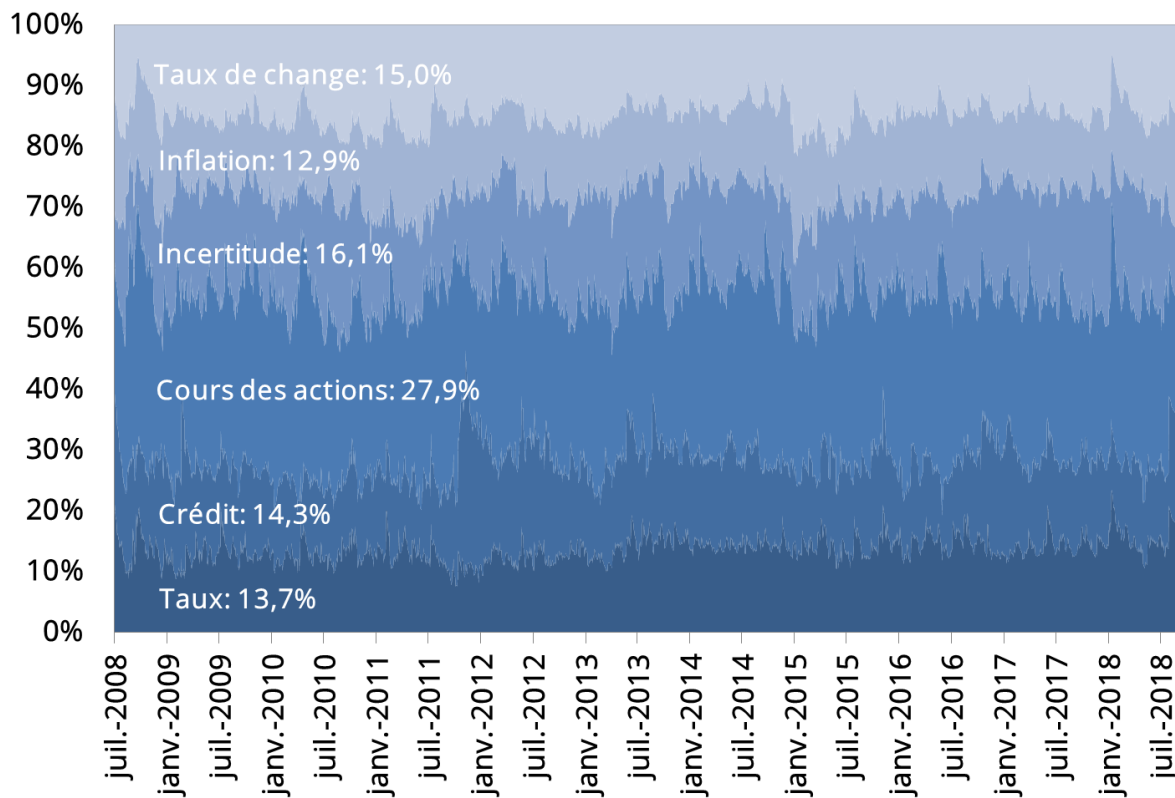
**Indice agrégé avec des pondérations variables dans le temps.** En finance, la volatilité d'une série est aussi importante que son niveau. En effet, les variations de la volatilité gênent l'exercice de prévision et retardent les décisions d'investissement. Notre ICF utilise les informations contenues aussi bien dans les niveaux actuels des séries que dans leur volatilité ; ainsi, l'instabilité accrue d'une composante lui donne une plus forte pondération dans l'ICF.

### Comment est-il construit ?

La construction de notre ICF s'effectue en deux étapes. Dans un premier temps, les 18 séries financières initiales sont regroupées en six facteurs principaux à l'aide de l'analyse en composantes principales, qui reflète les grandes tendances d'un ensemble de données tout en

réduisant au minimum les pertes d'information dues à leur agrégation. L'harmonisation des séries est effectuée de sorte qu'une hausse de l'ensemble des séries indique un durcissement des conditions financières. Conformément à la pratique courante de construction d'un ICF, nous prenons comme hypothèse qu'une appréciation du taux de change de l'euro entraîne un durcissement des conditions financières dans la mesure où elle fait baisser l'inflation (par le biais des importations) et accroît le taux d'intérêt réel. Dans un second temps, nous calculons les volatilités conditionnelles pour chacun des facteurs à l'aide d'un modèle statistique couramment utilisé pour des séries présentant une volatilité variable dans le temps (modèle d'hétéroscédasticité conditionnelle autorégressive généralisée). L'indicateur est ensuite calculé comme une moyenne pondérée des facteurs, dans laquelle les pondérations sont les volatilités conditionnelles correspondantes, normalisées de sorte que leur somme soit égale à 1 à chaque période (cf. graphique 2).

**Graphique 2 : Dynamique des pondérations de l'ICF de la Banque de France**



*Note : Les valeurs indiquées en blanc représentent la pondération moyenne de chaque composante au sein de l'échantillon.*

*Source des données : Bloomberg, calculs des auteurs.*

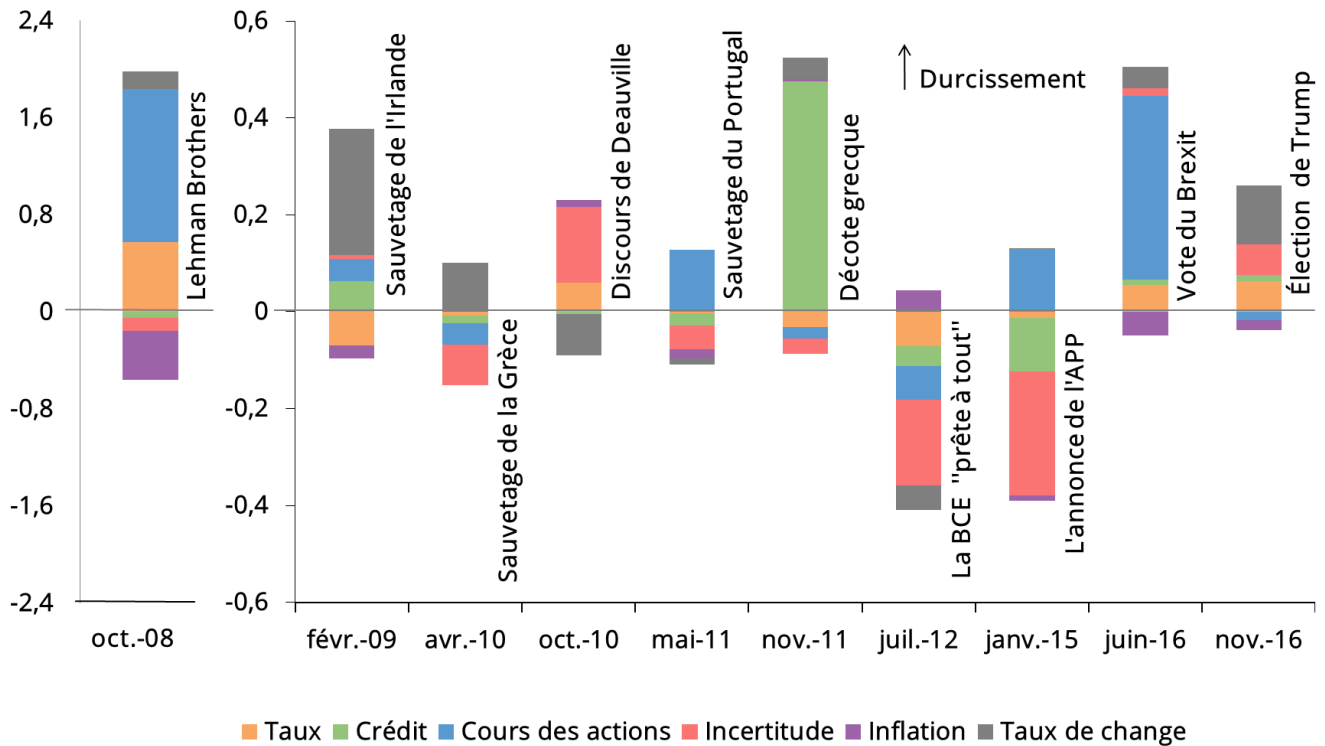
## Comment l'interpréter ?

Plus la valeur de l'indice est élevée, plus les conditions financières globales se durcissent et plus elles pèsent négativement sur l'activité économique. Notons que l'indice est dimensionné de sorte que la moyenne soit égale à zéro. Par conséquent, seule la dynamique de l'ICF donne des informations et non son niveau absolu.

L'avantage de notre méthodologie est que nous pouvons décomposer les variations de l'ICF d'une période sur l'autre en variations de ses principales composantes, ce qui permet d'identifier la cause de l'amélioration ou de la détérioration des conditions financières. Le graphique 3 illustre la décomposition de dix événements monétaires et politiques majeurs qui ont affecté les conditions financières dans la zone euro depuis 2008.

Ce graphique souligne que le cours des actions, le taux de change, l'incertitude et le crédit sont les facteurs qui réagissent le plus aux événements soudains. Par exemple, l'important durcissement des conditions financières après l'annonce de la « décote » grecque fin octobre 2011 a résulté d'une perte de crédibilité du gouvernement grec en novembre 2011 qui a entraîné une forte hausse des écarts de rendements souverains, accentuée en outre par l'appréciation de l'euro. Ces effets négatifs ont été atténués par une légère baisse de l'incertitude, par la poursuite de la baisse des taux de *swap* et par une réaction relativement neutre des marchés boursiers. Comme exemple d'assouplissement substantiel des conditions financières, on peut citer l'impact de l'annonce par la BCE, en janvier 2015, de son programme étendu d'achats d'actifs : la forte réduction de l'incertitude et des taux d'intérêt avait alors joué un rôle primordial. Cette évolution a été en partie contrebalancée par une légère diminution du facteur du cours des actions, essentiellement imputable à l'indice Euro Stoxx 50.

**Graphique 3 : Décomposition en événements majeurs de la variation mensuelle de l'ICF de la Banque de France**



Sources : Bloomberg et calculs des auteurs.