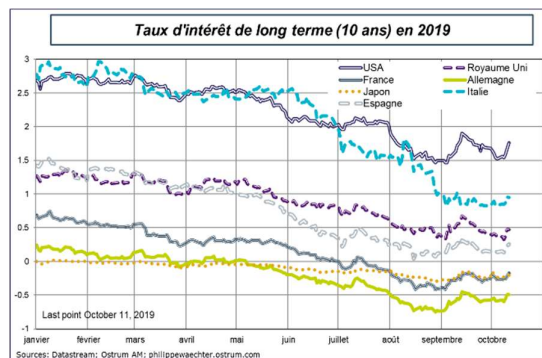


Les banques centrales et le FMI L'économie globale au 14 octobre

Les questions monétaires ont, encore une fois, été au cœur de la dynamique des marchés. Les minutes de la réunion de la Federal Reserve américaine des 17 et 18 septembre et celles de la réunion de la BCE du 12 septembre ont montré une certaine hétérogénéité des avis des banquiers centraux. Sur un autre plan, la Fed a décidé d'acheter des bons du Trésor pour faire face à des risques de liquidités comme ceux observés après le 17 septembre dernier sur le marché monétaire américain. Tous ces éléments ont créé de l'incertitude et davantage d'hétérogénéité dans les anticipations relatives aux marchés financiers. En conséquence, les taux d'intérêt sont sensiblement remontés.



Aux USA, la décision de la Fed lors de la réunion du 18 septembre a été de réduire de 25 points de base le corridor d'évolution du taux des fed funds. Celui-ci est ainsi passé de [2.00% ; 2.25%] à [1.75% ; 2.00%]. Le graphique des dots suggère en outre qu'une baisse est probable en décembre.

Cependant, James Bullard, président de la Federal Reserve Bank de Saint Louis, penchait pour une baisse de 50 points de base afin d'infléchir plus vite la dynamique de croissance et favoriser le retour de l'inflation. Dans le même temps, Esther George, la présidente de la Federal Reserve Bank de Kansas city, souhaitait le maintien des conditions antérieures car elle jugeait qu'une politique monétaire plus accommodante n'était pas encore nécessaire au regard de la conjoncture. Quant à Eric Rosengren, président de la Federal Reserve Bank de Boston, il considérait que la politique monétaire était déjà suffisamment accommodante au regard de l'allure de l'économie, indiquant qu'il ne serait pas nécessaire d'aller au-delà. Les banquiers centraux américains n'ont pas tous la même perception de ce que la Fed doit faire. Cela peut engendrer de l'incertitude pour les investisseurs.

En zone Euro, les décisions de la BCE, lors de sa réunion du 12 septembre, n'ont pas toutes provoqué le même engouement. Celle relative au financement de l'économie via les banques et la procédure de TLTRO, a été adoptée sans difficulté. L'amélioration du financement de l'économie est une condition nécessaire pour permettre le retour d'une croissance soutenue.

Le système de tiering a aussi été validé. L'ensemble des réserves des banques ne sera plus soumis au taux de facilité de dépôts qui a été abaissé à -0.5%. Le montant de 6 fois les réserves obligatoires pourra être exonéré. Ceci se traduit par un transfert financier important de l'Eurosystème vers le système bancaire. L'objectif est de conserver un système bancaire robuste afin de favoriser la transmission des mesures de politique monétaire. Des discussions ont néanmoins eu lieu, s'interrogeant sur la complémentarité de ces mesures avec l'assouplissement du TLTRO.

Les discussions ont été plus vives sur le "forward guidance". Les mesures sur les taux d'intérêt et le quantitative easing seront maintenues tant que le taux d'inflation ne sera pas durablement proche mais un peu au-dessous de 2%. Fallait-il rester sur une temporalité calendaire ou conditionner les mesures à la réalisation de l'objectif d'inflation ? C'est cette question qui a été au cœur des interrogations ?

La mesure la plus discutée fut celle de la relance du quantitative easing. La BCE va reprendre ses achats le 1^{er} novembre à hauteur de 20 Mds par mois. Cela viendra en complément des réinvestissements faits à partir des revenus du portefeuille de la BCE (environ 10Mds). Le QE nouvelle mouture s'arrêtera un peu avant le moment où la BCE remontera ses taux alors que le réinvestissement continuera après l'inflexion à la hausse des taux de la banque centrale.

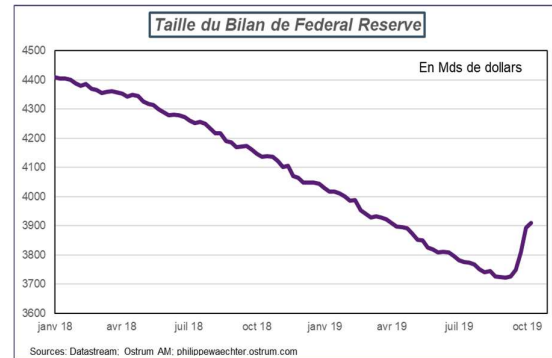
Cette mesure était-elle nécessaire ? La BCE répond par l'affirmative en indiquant que les opérations précédentes avaient favorisé à la fois la croissance et l'inflation. Les détracteurs de la mesure considèrent soit qu'elle n'est pas nécessaire soit que la QE n'est pas la bonne méthode. Tous ces éléments ont engendré un

mouvement de remontée des taux d'intérêt en zone Euro. Comme la Bundesbank et la Banque de France s'étaient opposées à la mesure, les investisseurs ont considéré qu'elle pourrait, peut-être, être remise en cause. Depuis le gouverneur de la Banque de France s'est rangé aux décisions de la BCE. Ce qu'il faut retenir aussi est que Christine Lagarde a les mains liées par les engagements de la BCE.

Aux USA, encore, la Fed a décidé d'abreuer le marché monétaire de liquidité. On se souvient que, le 17 septembre, des tensions étaient apparues sur le marché monétaire américain. La Fed de New York avait alors mis des moyens considérables pour faire face à ce risque de liquidité. Pendant plusieurs jours, elle était intervenue pour des montants significatifs. C'est ce que montre le graphe relatif à la taille du bilan de la Fed.

La Fed va intervenir en achetant un montant de 60 Mds de bons du Trésor de la mi-octobre à la mi-novembre puis elle ajustera ce montant en fonction du marché jusqu'au deuxième trimestre de 2020. De plus, jusqu'en janvier 2020, elle va systématiser les opérations de repo afin de faciliter l'ajustement du marché.

La Fed ne souhaite pas que cette opération s'appelle un QE. C'est simplement une opération qui permet de fournir toutes les liquidités nécessaires au marché monétaire afin d'anéantir toute velléité de contagion d'un choc sur les actifs financiers. **C'est ce point qu'il faut retenir. Les banques centrales, et la Fed en particulier, veulent créer les conditions pour que tout choc financier puisse être amorti très vite et ne pas provoquer de phénomène de contagion.** Cela peut être perçu comme une période de transition puisque la Fed ne s'est engagé que jusqu'au printemps prochain. Cela peut aussi être appréhendé comme une crainte de dérapage face auquel il faut faire tout ce qui est nécessaire pour éviter tout effet délétère sur les marchés et l'économie.

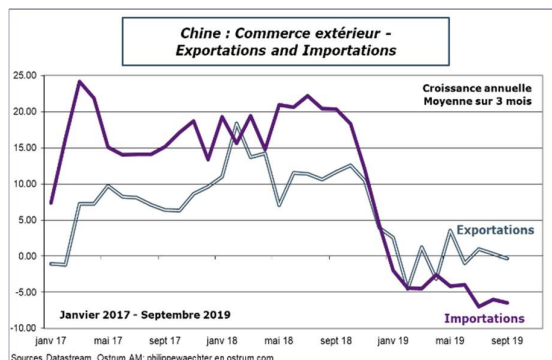


Les indicateurs parus dans la semaine du 7 octobre

On retiendra aussi que les données de production industrielle en zone Euro étaient plutôt robustes sauf en France où l'activité industrielle a chuté de 0.9% et celle du secteur manufacturier de -0.8% au mois d'août. Les bons chiffres allemand et espagnol notamment se sont traduits par une **hausse de la production de 0.4% pour l'ensemble de la zone Euro en août.**

Le marché du travail continue de s'ajuster aux USA. En dépit de la baisse du taux de chômage au plus bas à 3.5% en septembre, les données d'enquête montrent que la dynamique des emplois ouverts est nettement moins vive. Même s'il est robuste, le marché du travail n'est plus aussi dynamique. D'ailleurs, cela s'observe aussi dans les créations mensuelles d'emplois. Les créations mensuelles sont en moyenne, tant pour le total que pour le seul secteur privé, au plus bas depuis 2010.

Le commerce extérieur chinois continue de se dégrader. Les exportations se contractent légèrement et les importations continuent de se réduire rapidement. Le gouvernement chinois ne souhaite pas relancer l'activité de l'économie. L'économie ne fait pas face à un choc mais à une anémie de la demande interne. Cela s'observe via l'investissement mais aussi via l'allure des importations. On notera aussi que les exportations vers les US ont chuté de 22% sur un an en septembre. Le mouvement s'accélère puisque le repli n'était que de 16% en août. La Chine réoriente son commerce extérieur pour dépendre moins des US mais l'ajustement peut se révéler douloureux.



C'est peut-être pour cela qu'il serait nécessaire de compenser ce choc externe par une politique interne plus

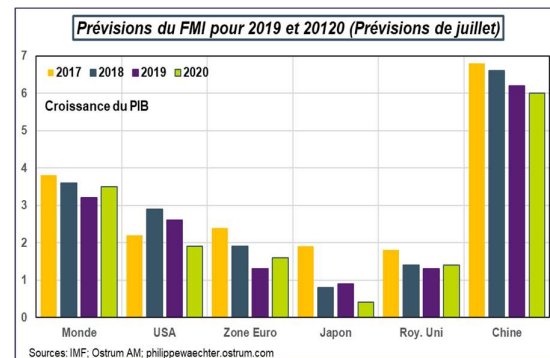
volontariste. Les discussions entre Américains et Chinois sur le commerce n'avancent pas franchement en dépit des déclarations de la Maison Blanche.

Dans la semaine qui s'ouvre, on sera attentif à 3 points.

Le premier est récurrent mais majeur puisqu'il concerne le **Brexit**. Le sommet européen des 17 et 18 doit traiter du sujet et arrêter une position. Les propositions de BoJo ne semblent toujours pas convaincantes sur la frontière irlandaise. Si aucun accord n'est validé au sommet alors il faudra que le premier ministre britannique demande un report à moins que les européens poussent les britanniques hors d'Europe mais cela paraît peu probable.

Le deuxième point cette semaine sera le **Beige Book** de la Federal Reserve américaine. Les hésitations d'Esther George et d'Eric Rosengren quant à la nécessité de réduire les taux de la banque centrale seront peut-être levées avec cette publication.

Le troisième point est la **réunion du FMI et de la Banque Mondiale**. Le premier délivrera son diagnostic sur l'économie mondiale et publiera ses nouvelles prévisions. Selon celles de juillet dernier, le cycle avait connu un point haut en 2017 et un point bas en 2019 avant de rebondir en 2020 principalement en raison d'une plus grande robustesse et d'un rebond des pays émergents. Ce mouvement d'amélioration pourrait être remis en cause.



Enfin, ne gâchons pas notre plaisir. Le prix Nobel attribué à Esther Dufo, Abhijit Banerjee et Michael Kremer pour leurs travaux sur la pauvreté à partir d'une méthodologie innovante est formidable. Les deux premiers ont publié un petit livre "Repenser la pauvreté" en format poche.

Pensez-y pour vous faire plaisir et vous enrichir.

Bonne semaine à tous

Mentions Légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 – Société anonyme au capital de 27 772 359 euros –
525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis, et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et, conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous-munitions.