



## Les banques centrales à la croisée des chemins

Plutôt que de s'attarder sur la semaine écoulée, qui fut assez calme, c'est sur les jours prochains qu'il convient de porter son attention. Au programme, **les réunions des banques centrales**, celle de la BCE le 26 octobre, puis celles de la Fed et de la Banque d'Angleterre la semaine suivante. Les décisions de ces deux dernières seront ainsi prises à la lumière des chiffres de croissance du PIB du T3.

Que ce soit le bras de fer catalan, les aspirations à l'autonomie régionale exprimées par les référendums italiens ou le résultat des élections tchèques, tout indique que **les tentations de fragmentation sont vives** presque partout en Europe. Mais cela ne devrait pas affecter la politique monétaire. En l'absence d'indicateur significatif au cours des derniers jours, rien ne vient infirmer la bonne tenue de l'activité en zone euro. La BCE va donc pouvoir annoncer la sortie, très certainement progressive, de la politique monétaire de Quantitative Easing, bien que l'inflation demeure bien en-deçà de son objectif. **Mario Draghi nous a promis pour cette semaine les modalités d'évolution du QE**, sans que nous sachions si la BCE est prête à nous donner un calendrier précis de sortie du QE sur 2018, ou bien si elle se contentera de nous donner des indications pour les achats pendant premiers mois de l'an prochain. En effet, **la pénurie de titres du secteur public acheteables** dans un nombre croissant de pays, complique les prises de décisions au sein de la BCE.

Aux Etats-Unis, les inscriptions hebdomadaires au chômage sont tombées à leur plus bas niveau depuis 44 ans. Il s'agit, avant tout, d'une correction technique après le rebond causé par les tempêtes, mais c'est aussi la preuve que **le marché du travail américain reste très solide**. Les chiffres de production industrielle sont en ligne avec les anticipations et du côté de l'immobilier l'évolution mensuelle est mitigée mais le niveau absolu d'activité satisfaisant. Le livre Beige de la Fed reste assez optimiste sur l'activité, malgré le mauvais rapport sur l'emploi, et serein sur l'inflation, en dépit du léger repli du glissement annuel de l'indice fétiche de la Fed. En bref, la conjoncture ne plaide pas pour hausse des taux dès le 1<sup>er</sup> novembre, mais **une hausse des Fed Funds le 13 décembre semble toujours probable**. Dans le prochain communiqué de la Fed, l'absence de tout signe infirmant une hausse des taux imminente constituerait, à nos yeux, une confirmation implicite de ce probable relèvement en fin d'année, puisqu'il est déjà anticipé par le marché. Un PIB solide pour le T3 justifierai de mener de front le QT et la hausse des taux.

Selon l'indice des prix à la consommation publié mardi, **le taux d'inflation britannique a encore progressé** en septembre pour atteindre 3,0%, avec une inflation sous-

jacente stable à 2,7%. Le point haut de l'inflation n'a pas encore été atteint.

Mark Carney, le gouverneur de la BoE (la Banque d'Angleterre), a déclaré le 17 octobre qu'il s'attendait même à ce que le taux d'inflation augmente à nouveau en octobre. L'an dernier le taux d'inflation était revenu à 0,9% ce mois-là avant de monter à 1,2% en novembre ; compte tenu de cet effet de base et de la hausse récente du prix du pétrole, il est très probable que le rythme de hausse des prix accélère, la décrite ne devenant sensible qu'à partir de décembre. Si le seuil de 3,0% est dépassé en octobre, **alors M. Carney sera obligé d'écrire au chancelier anglais** la fameuse lettre qui doit expliquer l'écart par rapport à l'objectif de la BoE (soit 1 point au-dessus des 2%) et justifier la politique monétaire. La lettre serait plus facile à rédiger si d'ici là, le 2 novembre, la BoE a relevé son **taux directeur de 0,25% à 0,50%**. Un taux réel aussi bas est difficile à justifier dans une économie en plein emploi, le taux de chômage de septembre est en effet inchangé à 4,3% et le nombre de chômeurs à peu près stable depuis 4 mois. C'est peut-être le chiffre préliminaire du PIB du T3 qui décidera la BoE.

Est-ce pour autant **l'amorce d'un cycle durable d'augmentation des taux**? Rien n'est moins sûr.

La progression des rémunérations reste stable autour de 2,2% l'an, soit un recul en termes réels de 0,8 point sur un an. Cela constituera d'autant plus un frein à la consommation des ménages que les créations d'emplois ont commencé à fléchir. Surtout, l'optimisme affiché par Mark Carney quant aux négociations sur le Brexit relève plus du volontarisme que du réalisme. D'ailleurs, la BoE n'exclue pas le scénario sans accord souvent appelé "cliff edge" (le bord du gouffre). Si ce risque devait persister, ses conséquences économiques pourraient bien **empêcher la BoE de poursuivre la hausse des taux l'an prochain**.

Parmi les rares mouvements notables de la semaine, nous retenons la **montée de la bourse japonaise** dans l'attente des élections législatives, alors qu'elle est déjà au plus haut depuis 20 ans. Cette progression s'est d'ailleurs poursuivie au lendemain du triomphe du premier ministre Shinzo Abe, l'indice Nikkei 225 approche maintenant le point haut de 1996. Malgré un excédent courant au plus haut depuis presque 10 ans, **le Yen n'en bénéficie pas**. La banque centrale nippone semble vouloir stocker et neutraliser l'insupportable dette publique. En terme de politique monétaire, cela passe par l'accumulation d'actifs et le maintien de taux nuls, ce qui oblige les gérants à recycler sur les marchés financiers étrangers l'excédent d'épargne du Japon.