



Super Mario utilise toute la panoplie

Le marché obligataire n'a pas attendu la BCE pour accélérer la hausse des rendements amorcée la semaine précédente. **Les rendements américains se sont tendus un peu plus chaque jour de la semaine dernière.** La baisse des taux qui a suivi la publication du rapport sur l'emploi, vendredi 6 septembre, n'a pas duré. Le mouvement a été contrecarré par **l'amélioration du climat politique entre les Etats-Unis et la Chine.**

Cela a permis à **la bourse de s'inscrire dans le vert** sur la semaine, d'autant plus aisément que les chiffres économiques ont été plutôt porteurs. La hausse des prix, tant à la production qu'à la consommation, s'est avérée un peu plus élevée que prévue, du moins pour les indices sous-jacents. Cela donne à penser que l'indice fétiche d'inflation de la Fed devrait approcher son objectif dès août. Les ventes au détail, dont le bond de juillet a été révisé en légère hausse (+0,8% au lieu +0,7%) ont poursuivi leur augmentation en août, de 0,4% sur le mois, ce qui porte le glissement annuel à +4,1%.

Ces quelques signes d'inflation alors que l'activité se tient bien, font **douter de la nécessité d'une baisse agressive des Fed Funds.** Ainsi la probabilité du statu quo lors de la réunion des 17 et 18 septembre est remontée de 0 à 1 chance sur 6 ; cette probabilité est même non nulle à l'horizon de la fin d'année. Même si Trump maintient la pression sur Powell, d'ailleurs **nous tablons toujours sur une baisse de 25pb mercredi**, c'est l'apaisement temporaire des tensions sur le commerce international qui domine. **L'amélioration demeure donc fragile.**

Dans les autres zones économiques, les actions ont fait mieux que suivre le mouvement. **Le Japon**, en forte sous performance depuis le début de l'année, a entrepris un net rattrapage en septembre. Ce mouvement est soutenu, d'une part, par une consommation plus dynamique, mais qui ne fait peut-être qu'anticiper la hausse de la *sales tax* (la TVA locale) qui aura lieu dans 2 semaines et, d'autre part, par la dépréciation de sa devise qui lui redonne un peu de sa compétitivité, mais il reste exposé à une nouvelle détérioration du commerce mondial.

En zone euro, ce sont évidemment **les annonces de la BCE qui retiennent l'attention.** Elles concernent trois sujets : les taux, le financement des banques et le *Quantitative Easing*, tout en conservant une cohérence globale : faire baisser les taux, faciliter l'accès au crédit et alléger l'impôt sur le système bancaire que représente les taux négatifs.

Primo, le taux de dépôt sera abaissé de 10 pb à -0,50% fin octobre, alors que les autres taux sont inchangés. Ces taux ne seront pas remontés avant que l'inflation ne s'approche **durablement** de son objectif. Ce changement de vocabulaire n'est pas une grande surprise, mais il est important car cela peut ouvrir la porte à **un glissement de l'indice de référence du CPI total**, qui est trop volatil, **vers le CPI sous-jacent**, qui est bien plus stable.

Il est essentiel de souligner que ce taux ne s'appliquera plus, à compter du 30 octobre, à la totalité des réserves excédentaires des banques mais seulement aux réserves qui dépassent un seuil défini comme un multiple des réserves obligatoires. Actuellement ces dernières se montent à 131,45 milliards d'euros et **pour le période qui commence le 30 octobre le multiple appliqué sera de 6.** Ainsi ce sont 789 milliards de plus qui échapperont à la ponction de la BCE. Le système bancaire verra potentiellement sa "taxe" BCE sur les dépôts passer de 7,2 mds par an à 5 mds, du moins s'il optimise le gain (à niveau constant de réserves excédentaires, soit 1800 mds environ). Comme nous le disions dans la [Newsletter du 3 septembre](#), il s'agit de découpler le taux moyen du taux marginal payé sur les dépôts des banques commerciales à la BCE.

Les échanges interbancaires devraient en profiter, les banques qui déposent moins de 7 fois leurs réserves obligatoires,

pourraient proposer d'absorber la liquidité excédentaire sur le marché. Dans le même temps, ces banques pourraient aussi offrir à leurs clients et leurs prospects de déposer chez elles des fonds, qui sont actuellement en dépôt (payant) dans des établissements financiers très excédentaires ou dans des SICAV monétaires. Bien qu'il soit trop tôt pour dire où ira la préférence des différents intervenants, les rendements de marchés à court terme ont suivi le taux moyen plutôt que le taux marginal. Mais, compte tenu du coefficient multiplicateur initial de 6, les liquidités devraient rester très excédentaires (au moins 1000 mds), **il nous semble logique que les taux de marché baissent, à l'inverse de leur réaction initiale.**

Secundo, les conditions applicables aux TLTRO 3 sont assouplies. De ce point de vue, la BCE n'hésite pas à revenir sur des conditions annoncées en mars et juillet derniers. Les nouvelles conditions sont similaires à celles des TLTRO 2 : **maturité portée de 2 à 3 ans, spread au-dessus du taux de refi annulé** (contre +10pb annoncé initialement), et taux réduits (jusqu'à -0,50%) selon les efforts de distribution de crédits. Ces TLTRO 3, dont le premier sera réalisé ce jeudi, seront ainsi plus attractifs. Comme pour le primo **il s'agit d'aider les banques à mieux financer l'économie.** Et l'effet sera durable puisque le dernier TLTRO 3 ne sera remboursé qu'en mars 2024.

Tertio, le programme d'achat net de titres, fermé à la fin de l'an dernier, **sera rouvert à compter du 1er novembre.** Ce QE portera sur un montant de 20 mds d'euros par mois et viendra en sus du réinvestissement du principal venu à échéance, lequel se montera, dès la fin de cette année, à une vingtaine de milliards par mois également. Nous pensons que la part du secteur public dans ce QE sera amenée à diminuer, d'ailleurs l'interdiction d'acheter des titres privés offrant un rendement inférieur au taux de dépôt a été levée. **Cette mesure est cohérente avec une baisse durable des taux de marché.** Cela devrait faciliter le financement à moyen et long terme des banques (via les *Asset Backed* et les *Covered Bonds*) et des grandes entreprises.

L'ensemble de **ces mesures engage la politique monétaire de la BCE pour des mois, voire des années.** Mario Draghi a même dessiné un schéma de normalisation de la politique monétaire en 4 étapes. D'abord un retour durable de l'inflation vers son objectif. Ensuite l'arrêt des achats nets faits dans le cadre du QE qui sera le signe annonciateur de la hausse des taux. Puis la hausse du ou des taux directeurs. Et enfin, longtemps après, la fin du réinvestissement des remboursements reçus dans le cadre du QE.

Mme Lagarde arrivera donc à la présidence alors qu'une bonne part du travail paraît avoir déjà été faite. Cela garantit la transition douce dont nous parlions la semaine dernière (cf. ["Veillée d'armes, faites donner Lagarde"](#)). La BCE aura à sa disposition, comme instrument principal **à confirmer à chaque réunion, le coefficient multiplicateur** au-delà duquel les dépôts subissent le prélèvement du taux de dépôt. Or les principaux opposants à un assouplissement de la politique monétaire viennent de pays dont les banques subissent le plus le poids du taux de dépôt négatif. Il n'y aura donc **aucune pression de leur part pour réduire ce coefficient multiplicateur !**

Mario Draghi a conclu en insistant sur la nécessité de procéder à une relance économique globale en zone euro, en utilisant tous les instruments de politique économique disponibles. Mme Lagarde, qui fut ministre des finances pendant la grande crise financière puis directrice du FMI pendant les 8 années suivantes, a le bagage adéquat pour **aiguillonner les décideurs vers la nécessaire coopération intergouvernementale en zone euro.**