

L'ECONOMIE POUR TOUS

SG Etudes Economiques et Sectorielles

L'assouplissement quantitatif bat en retraite

Marie-Hélène Duprat
Conseiller auprès du Chef
économiste

Le monde est entré dans une nouvelle ère, où le robinet à liquidités des banques centrales, ouvert en grand depuis la crise de 2008, commence à se fermer. Tandis que la Fed poursuit le QT pour « Quantitative Tightening » (« resserrement quantitatif en français), c'est-à-dire la réduction de son bilan, la BCE est sortie, le 31 décembre 2018, du QE (« Quantitative Easing » – « assouplissement quantitatif »). Le resserrement monétaire pourrait avoir des effets perturbateurs.

Le débouclage des programmes de QE (« Quantitative Easing » ou « assouplissement quantitatif » en français) lancés par les principales banques centrales de la planète en réponse à la crise financière se poursuit.

Après avoir réduit le rythme de ses achats d'actifs, **la Banque centrale européenne (BCE) a mis fin, le 31 décembre 2018, à son vaste programme d'achats nets d'actifs (APP)** – titres de dettes émis principalement par les États. A compter du 1^{er} janvier 2019, la BCE va maintenir à un niveau constant la taille de son bilan (aujourd'hui égal à plus de 4 500 milliards d'euros, soit 40% du PIB de la zone euro), achetant juste assez pour remplacer les titres arrivant à échéance.

La BCE suit ainsi le mouvement amorcé en 2014 par **la Réserve fédérale américaine (Fed)**. Après avoir réduit ses achats de titres, la Fed a, à partir d'octobre 2014, stabilisé la taille de son bilan de 4 500 milliards de dollars (25 % du PIB américain). **Depuis octobre 2017, elle s'est engagée sur la voie du QT (« Quantitative Tightening » – « resserrement quantitatif »)**, c'est-à-dire la réduction de l'énorme stock de titres qu'elle a acquis pour soutenir l'économie américaine, sans toutefois donner d'indication sur la taille souhaitable du bilan au point d'arrivée. Pour l'heure, le QT n'est pas d'actualité pour la BCE.

Le QT est l'inverse du QE.

Le QE consiste pour la banque centrale à créer de la monnaie pour acheter massivement aux acteurs financiers des actifs non conventionnels, notamment des emprunts d'État à long terme, ou des actifs du secteur privé comme des obligations d'entreprise, des titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (MBS), voire même des actions. Cette politique non conventionnelle vise à relancer l'économie et éviter la déflation en abaissant les taux d'intérêt à moyen et long terme, en dopant les prix des actifs, et en incitant les banques à prêter davantage.

Cet énorme dispositif de relance monétaire a, de l'avis général, joué un rôle essentiel dans la phase initiale et aigüe de la crise financière pour contenir les foyers d'instabilité financière et éviter qu'une récession profonde ne se transforme en une seconde Grande dépression. **Mais aujourd'hui, le spectre de la déflation s'est éloigné et les conditions de croissance et d'emploi se sont améliorées.** Aussi, nombreux sont ceux qui en appellent à la normalisation de la politique monétaire.

Surtout, **une politique monétaire ultra-expansionniste menée sur une longue période est susceptible d'entraîner des effets non désirés** au premier rang desquels :

- Le développement de bulles sur les prix d'actifs
- Une prise de risque disproportionnée
- Une accumulation excessive de dette
- Des distorsions dans les décisions d'investissement
- Des dérapages inflationnistes.

Le QT consiste pour la banque centrale à réduire la liquidité du système financier en revendant des titres qu'elle a achetés ou, comme le fait la Fed, en cessant de réinvestir les montants des obligations qui arrivent à échéance dans de nouvelles obligations, permettant ainsi une réduction passive du bilan lorsque les titres arrivent à échéance.

A quel impact faut-il s'attendre sur les marchés financiers ? Il n'est pas aisé de répondre à cette question compte-tenu du caractère totalement inédit du QT. Rien ne garantit que les effets du QT seront symétriques à la baisse à ceux du QE observés ces dernières années : le degré d'aversion au risque des investisseurs, en effet, pourrait être très différent.

Toutes choses égales par ailleurs, **le QT fait** baisser les prix des obligations, donc remonter leurs rendements, donc **remonter les taux d'intérêt** – au risque de nuire à la croissance et d'alourdir la charge de la dette dans le budget des États. En outre, les réactions des marchés sont susceptibles d'entraîner des **poussées de volatilité** avec un risque pour la stabilité financière.

En 2013, la seule annonce par la Fed d'un ralentissement de ses achats mensuels de titres avait provoqué un mouvement de panique mondial et une montée en flèche des taux obligataires – épisode dit du « **taper tantrum** ». Depuis, les maîtres mots des banques centrales sont la prévisibilité et la progressivité, afin de préserver un fonctionnement ordonné du marché.

Jusqu'à cet été, les marchés financiers ont relativement bien résisté au QT de la Fed et à la perspective d'une sortie du QE de la BCE. Les choses se sont cependant tendues depuis lors, avec notamment la correction des marchés boursiers depuis octobre, dans un **contexte de craintes sur la croissance mondiale, de tensions commerciales entre Trump et la Chine, et de fortes incertitudes politiques.**

En période de resserrement de la liquidité, la situation peut devenir très délicate pour les emprunteurs endettés. Aujourd'hui, **le marché de la dette à effet de levier (y compris les obligations à haut rendement)**, qui a largement bénéficié du QE et de la recherche de rendement des investisseurs confrontés à un environnement de taux ultra-bas, **apparaît vulnérable**. Une hausse du taux de défaut des entreprises les plus endettées pourrait exercer de fortes pressions sur un marché déjà peu liquide avec, potentiellement, de plus larges retombées sur les marchés financiers.

Compte-tenu des conditions initiales – ralentissement économique, valorisations très élevées des actifs financiers des pays développés, ampleur sans précédent de l'endettement mondial – le processus inédit de normalisation du bilan des banques centrales s'annonce délicat.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Macroéconomie / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Salma DAHIR

Assistante économiste, Edition
+33 1 57 29 07 15
salma.dahir@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amérique latine
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Aurélien DUTHOIT

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 18
aurelien.duthoit@socgen.com

Elyas GALOU

Etats-Unis et Royaume-Uni
+33 1 57 29 43 33
elyas.galou@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Zone Euro, Italie, Espagne
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018