

Le quantitative easing, c'est fini ?



V. Riches-Flores

L'idée n'est pas impossible si la Fed a raison dans son choix d'enclencher un cycle de hausse des taux. La conclusion est plus incertaine dans le cas d'une erreur de diagnostic mais, même dans ce dernier cas, l'ère du *quantitative easing* telle que nous l'avons connue jusqu'alors, pourrait être en voie d'extinction.

Retour sur un passé inédit

Entre 2008 et aujourd'hui le bilan des trois principales banques mondiales a été porté de 4 000 à plus de 10 000 milliards de dollars, une augmentation correspondant à 6 % du PIB mondial ou encore à 18 % du PIB agrégé des trois économies concernées, les États-Unis, la zone euro et le Japon. Alors que la Fed a interrompu ses injections de liquidités en octobre 2014 et s'apprête aujourd'hui à relever le niveau de ses taux d'intérêt, la BCE et la BOJ semblent rechigner à aller beaucoup plus loin dans cet exercice. Si la communication de la BCE après son comité du 3 décembre a surtout porté sur l'extension de son programme d'achats d'actifs « jusqu'à mars 2017, au moins », c'est bien cependant dans sa décision de ne pas augmenter le montant de ses injections qu'a résidé l'élément le plus important de son message. De la même manière, la BOJ n'est pas apparue particulièrement impatiente d'étendre son action ces

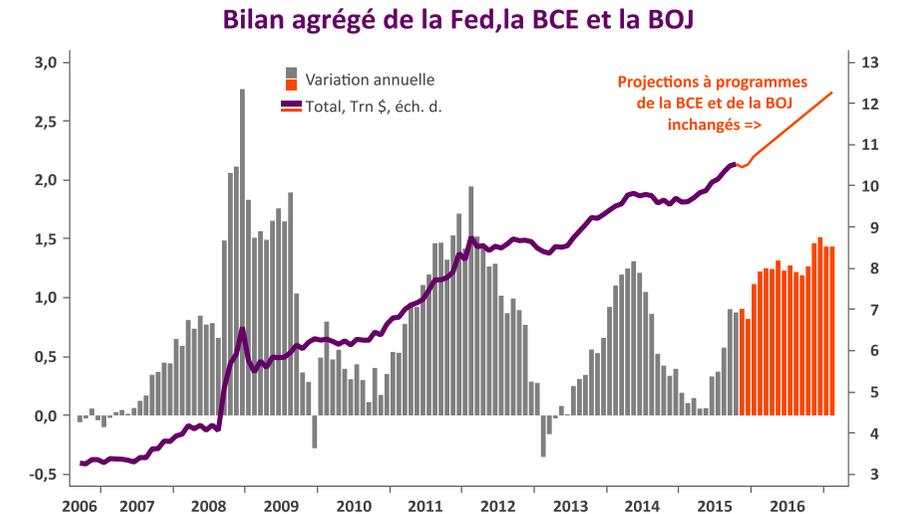
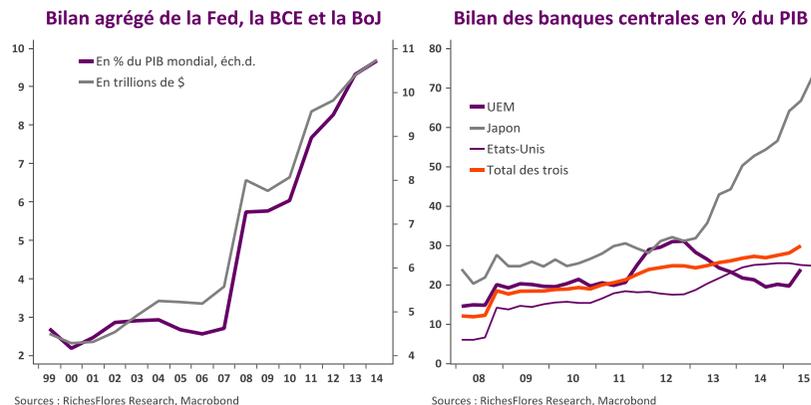
Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

4 décembre 2015

dernières semaines. Alors que la menace d'une chute imminente du cours de l'euro semble avoir été écartée par les décisions de la BCE, la BOJ pourrait, sinon définitivement passer son tour, du moins se donner plus de temps que jusqu'alors envisagé avant d'étendre son action.

Ne nous trompons pas, le seul maintien des programmes existants de la BCE et de la BOJ continuera à alimenter les flux de liquidités à des rythmes encore très soutenus. À raison de 120 milliards de dollars par mois, le bilan agrégé des trois grandes banques centrales progresserait de plus de 2000 milliards de dollars d'ici mars 2017 ; il s'élèverait alors à plus de 12 000 milliards si la Fed ne rétrécit pas son bilan rapidement.

Pour autant, le temps de la multiplication des injections de liquidités pourrait bien être derrière nous.



* A taux de changes, programmes en place et bilan de la FED inchangés d'ici mars 2017

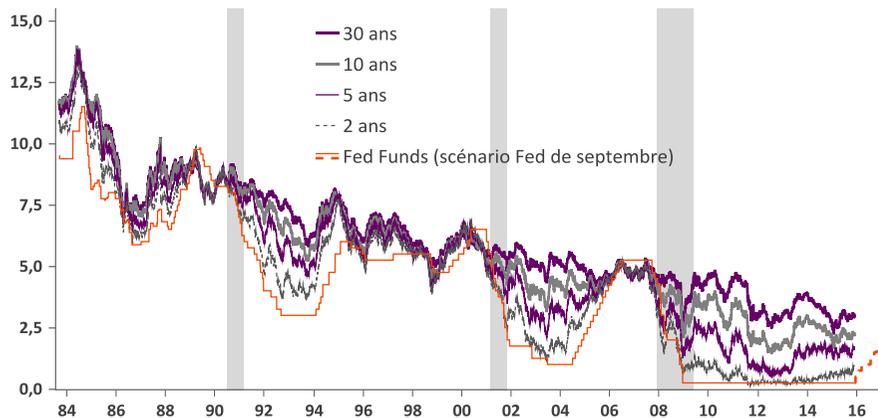
Un jeu, forcément global

Comme le quantitative easing de la Fed a fait tache d'huile sur les autres pays ces dernières années, la remontée des taux directeurs américains ne sera pas sans influence sur les politiques du reste du monde et devrait, toutes choses égales par ailleurs, compliquer ou rendre moins nécessaires les pratiques non-conventionnelles ailleurs. À quoi s'attendre dès lors ?

Deux scénarios nous semblent envisageables aujourd'hui :

-Scénario 1, la Fed prend la bonne décision en relevant le niveau de ses taux directeurs et parvient à mener à bien son exercice de resserrement monétaire conformément à ses prévisions. Elle relève ainsi le niveau des Fed Funds à 1,70 % d'ici la fin de l'année prochaine, contre un objectif de 0% à 0,25% aujourd'hui, ce qui correspond à six hausses d'un quart de point chacune au cours des neuf meetings à venir d'ici fin décembre 2016.

Scénario de hausse des taux de la Fed et courbes des taux



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

À l'évidence, un tel scénario n'est envisageable qu'à certaines conditions, en l'occurrence une stabilisation de l'activité industrielle, elle-même essentiellement fonction d'une reprise du cycle d'investissement productif et d'une solidification de la reprise dans les services. Quand bien même les justifications données par la Fed à son changement de politique sont avant tout domestiques, il est assez peu

vraisemblable que l'économie américaine puisse parvenir à ce stade sans amélioration des tendances de fond au niveau mondial.

En cohérence avec le scénario sous-jacent de la Fed, les opportunités pour les autres banques centrales de mettre en place de nouvelles mesures d'extension de leur quantitative easing respectifs devraient s'en trouver significativement réduites.

En d'autres termes, si la tentative de la Fed est une réussite, le plus vraisemblable est probablement que les marchés de taux commencent à envisager le moment à partir duquel la BCE pourrait lui emboîter le pas plutôt que l'inverse. L'ensemble plaide son seulement pour la fin de l'extension des politiques de quantitative easing mais pour une hausse généralisée des taux à long terme, cohérente avec la normalisation des conditions économiques et monétaire internationales...

-Scénario 2, que nous continuons à privilégier, la Fed fait erreur. Dans ce deuxième cas, la Fed, rattrapée par les effets négatifs en cascade des hausses de taux qu'elle aura pratiquées, interrompt beaucoup plus tôt que prévu l'exercice de resserrement monétaire. L'économie américaine en récession ou suffisamment affaiblie pour faire redouter que telle soit l'issue, rien n'empêche en théorie que les banques centrales reviennent simultanément à la charge. Seule différence, elles auront vraisemblablement beaucoup moins de crédibilité que jusqu'alors pour mener à bien leur mission !

On imagine sans difficulté en effet que dans un tel scénario, leur latitude à reprendre ce qu'elles auront partiellement ou totalement abandonné pourrait être significativement réduite. À ce titre, le projet de loi adopté par la Chambre des Représentants américains courant novembre en dit long sur le scepticisme à l'égard de l'Institution qu'est la Fed et le risque encouru en cas d'erreur de politique monétaire. Ce projet de loi adopté à une large majorité républicaine propose la mise sous tutelle de l'action de la banque centrale, obligeant cette dernière à se plier à une règle préétablie de détermination du niveau des taux d'intérêt et au contrôle de l'administration fédérale. Amené à être rejetée par veto de la Présidence, ce projet de loi est néanmoins symptomatique de l'incompréhension de plus en plus large à l'égard des pratiques de QE menées tant aux États-Unis qu'en Europe ces dernières années.

Les banques centrales passent la main

Il est dès lors peu probable qu'un regain de tensions économiques laisse le champ totalement libre à l'exercice par les banques centrales de nouvelles initiatives monétaires non-conventionnelles. Les gouvernements s'étant, par ailleurs, de plus en plus familiarisés avec l'idée d'une nécessaire offensive gouvernementale en faveur de politiques de croissance structurelles d'envergure, y compris aux États-Unis, celles-ci seront selon toute vraisemblance privilégiées.

On comprend qu'au-delà des enjeux immédiats que représentent les changements ou surprises des autorités monétaires, pourraient se profiler les prémices d'une rupture beaucoup plus profonde de l'environnement de politique économique que généralement admis.

Véronique Riches-Flores

contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com