# COMMENTAIRE MENSUEL

Mars 2019

CONINCO

*Explorers in finance*

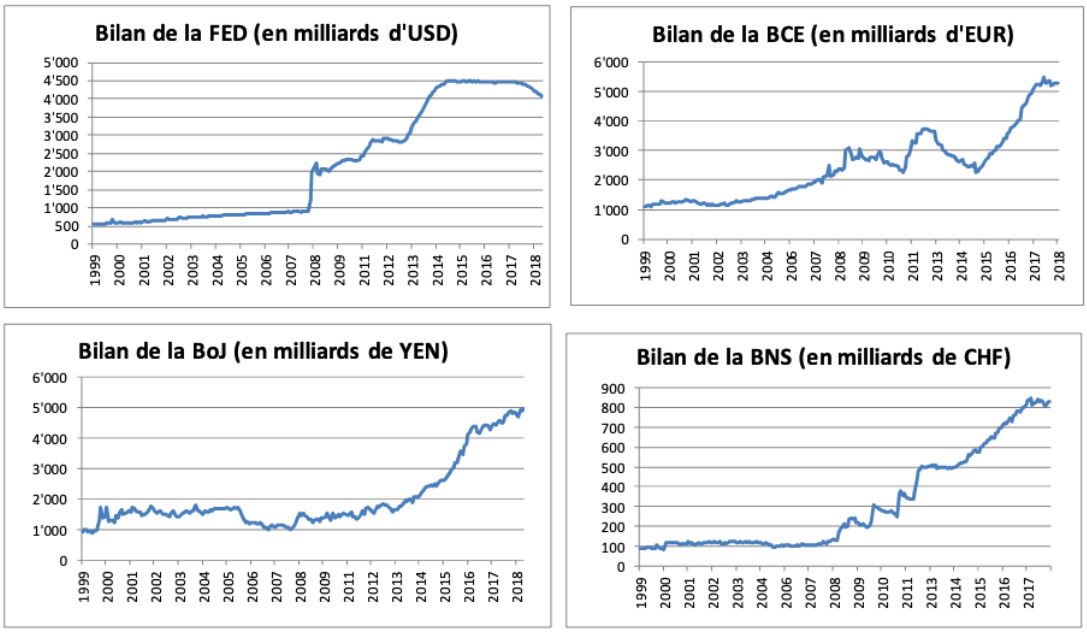
Dix ans déjà !

Ce mois de mars a marqué l'anniversaire des 10 ans depuis la fin de la dernière crise économique et financière. Nous en profitions ici pour faire le point sur ce qui s'est passé sur cette décennie écoulée, et sur ce qui nous attend à futur.

Le point le plus bas des marchés actions avait été atteint en mars 2009. C'était à ce moment-là, qu'en pleine panique des marchés, alors que les baisses successives du taux directeur opérées les mois précédents n'avaient rien donné, que la Réserve fédérale américaine (FED), bientôt suivie par la plupart des autres banques centrales, avait lancé le « quantitative easing » ou « assouplissement quantitatif » en français. Ce terme, qui était à l'époque inédit dans le jargon financier, fait depuis partie du vocabulaire de toute personne touchant de près ou de loin au monde financier et parfois au-delà.

Quantitative Easing

Sous ce terme étrange se cache en réalité quelque chose de très simple, à savoir l'impression monétaire. La banque centrale crée des unités de devises supplémentaires, généralement de manière électronique, et rachète divers actifs financiers sur le marché. Cela se traduit par une hausse des bilans des banques centrales, comme illustré ci-dessous.




*Source: Bloomberg*

Pour le moment, et dans la plupart des cas, il s'agit d'obligations étatiques ou d'entreprises. Dans certains cas, des banques centrales ont également acheté des actions. Lors d'une intervention publique d'il y a quelques mois, Janet Yellen, la précédente directrice de la FED, avait même émis l'idée que les banques centrales pourraient, à futur, aller même jusqu'à acheter des stocks de matières premières si elles le jugeaient nécessaire.

Au moment du lancement du quantitative easing (ci-après QE), peu de personnes imaginaient qu'il faudrait les numéroter pour les différencier. Peter Schiff, un des rares économistes ayant compris que la FED allait enchaîner plusieurs de ces programmes QE, avait imagé cela en disant « Il y aura plus de

QE que de suites au film Rocky ». Pour ceux qui ne connaissent pas la célèbre saga commencée en 1976, un huitième volet est sorti en 2018. N'en déplaise à Peter Schiff, il reste encore de la marge pour que les QE atteignent ce record, comme illustré dans le graphique ci-après.

Conséquences positives

Comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, reprenant l'évolution du marché actions américain, la hausse des dix dernières années a été accompagnée par des interventions régulières de la FED. Les autres banques centrales ont également largement contribué par leurs propres interventions.

*Source: RealInvestmentAdvice.com*

Beaucoup ont critiqué et critiquent encore les interventions des banques centrales, que ce soit en raison des taux maintenus artificiellement bas ou des injections monétaires au travers de programmes QE ou tout autre terme utilisé. Les économistes les plus critiques craignaient que l'inflation des bilans des banques centrales, par des ajouts continus de nouvelles unités monétaires décidées arbitrairement par ces instituts monétaires, ne finisse par créer une inflation importante des prix dans l'économie réelle. Certains imaginant même une hyper inflation. Malgré quelques querelles d'économistes sur la façon dont sont calculés les indices des prix, tous s'accordent à dire que le niveau général de ces derniers ne s'est pas accéléré de manière disproportionnée.

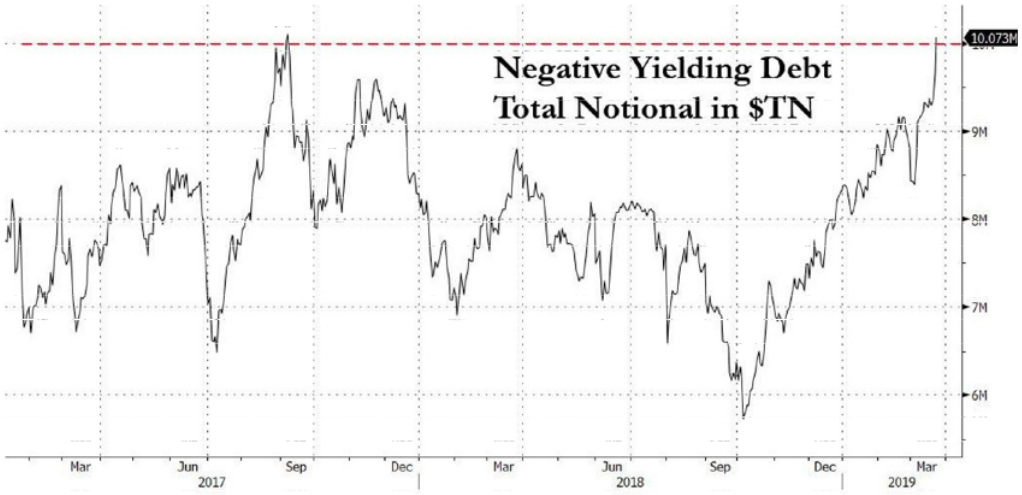
Au bout de 10 ans de ces politiques non conventionnelles, aucun problème majeur ne semble être apparu. Les marchés actions sont à des plus hauts historiques et la situation économique est, malgré quelques bémols, à priori en relativement bonne situation un peu partout dans le Monde.

Conséquences négatives

La hausse des marchés et la relativement bonne tenue de la situation économique durant la décennie écoulée, permise en partie par l'intervention des banques centrales, ont coûté cher et se sont faites à crédit.

Prenons par exemple, et comme proxi, les États-Unis, bien que cela puisse en réalité s'appliquer à la plupart des autres États. Entre mars 2009 et décembre 2018, le Produit intérieur brut (PIB) nominal américain est passé d'USD 16'457,29 milliards à USD 20'506,26 milliards, soit une hausse 24,6%. Durant la même période, la dette fédérale américaine est passée d'USD 12'721,43 à USD 21'596,14 milliards, soit une hausse de 69,8%. Plus de dettes ont été émises que de croissance économique obtenue. Ce phénomène ne concerne néanmoins pas que les pays développés, la Chine par exemple a également fortement augmenté son endettement ces dernières années.

La hausse massive de la dette, et sa soutenabilité, ont été rendus possibles par la compression toujours plus importante des taux d'intérêt, que ce soit par la baisse régulière du taux directeur ou par des interventions directes sur le marché par le biais des QE. À fin mars 2019, environ USD 10'000 milliards (équivalents USD en toutes devises confondues) de dettes dans le Monde se traite avec un rendement à échéance négatif. En toute objectivité, cela paraît totalement absurde, mais c'est en partie le résultat de 10 ans de croissance économique financée de manière exponentielle à crédit.




*Source: zerohedge.com*

Politiques monétaires exceptionnelles, mais permanentes ?

Depuis 2015, certaines banques centrales, la FED en tête, ont commencé à publiquement envisager de normaliser leurs politiques monétaires. Traduisez par là, augmenter progressivement le taux directeur pour le ramener à des niveaux jugés plus « normaux » et à réduire la taille de leurs bilans en revendant au secteur privé une partie des actifs acquis. Après des débuts timides, la FED a accéléré de manière plus ferme son resserrement monétaire en 2018, suite à la nomination de Jérôme Powell, le nouveau président de l'Insitut.

Avec la hausse de décembre 2018, le taux directeur a atteint 2,50%. On connaît tous la suite, les marchés actions ont violemment décroché. La forte reprise de ces mêmes marchés durant le premier trimestre 2019 est principalement due à un complet rétropédalage de la part de la FED. D'abord avec des paroles rassurantes de manière quasi hebdomadaires, puis par une position très claire lors de sa réunion de mars. Là ou en fin d'année passée, il était question de procéder à plusieurs hausses du taux directeur durant toute l'année 2019, lors de la réunion de mars 2019, Jérôme Powel a indiqué qu'il n'y aurait pas de nouvelles hausses avant 2020. Le marché anticipe maintenant même une baisse du taux directeur dès 2019. La banque centrale européenne (BCE) avait indiqué un peu plus tôt dans le mois qu'elle allait reprendre des programmes d'injections monétaires sous forme de programmes de prêts aux banques commerciales.

Les banques centrales semblent donc désormais se tourner de nouveaux vers des politiques expansionnistes après avoir timidement tenté d'en sortir. Les marchés actions ont bien entendu très bien réagi à ces diverses annonces, puisque la plupart des indices ont terminé le trimestre en forte hausse.

Conclusion

Les niveaux de dettes semblent désormais trop importants pour pouvoir supporter des taux d'intérêt plus élevés. Les politiques monétaires exceptionnelles mises en place par les banques centrales ne semblent pas pouvoir être arrêtées ou inversées sans causer de l'instabilité sur les marchés. Ces dernières ont donc apparemment décidé de continuer les politiques qui ont permis une certaine stabilité sur les 10 dernières années. Le principal défi pour les instituts monétaires viendra lors de la prochaine crise économique. En effet, dans la mesure où elles mènent déjà des politiques monétaires exceptionnelles, que pourraient-elles faire de plus ?