





GUY MILLER

Un monde déformé

Le boom des marchés des actions et du crédit peut surprendre à l'heure où le monde traverse une pandémie qui a plongé l'économie dans un climat dépressionnaire. Cette situation s'explique principalement par les achats d'actifs à hauteur de 6000 milliards de dollars effectués par les principales banques centrales.

Cet « assouplissement quantitatif » avait déjà permis aux instituts d'émission de soutenir efficacement les marchés du crédit et du logement pendant la crise financière de 2008. L'achat d'obligations d'État et la nécessité, pour les investisseurs en quête de rendements plus élevés, de prendre davantage de risques ont poussé les marchés des actions et les prix de l'immobilier à la hausse.

Le bilan de la Réserve fédérale américaine (Fed) a par exemple été multiplié par plus de sept depuis 2007. La Fed est prête à endosser des risques de crédit et achète non seulement des obligations de sociétés de la catégorie « investissement », mais aussi les titres d'« anges déchus », des entreprises déclassées en catégorie de notation spéculative.

Des valeurs déconnectées du réel

La Fed n'est pas la seule à pratiquer cette politique monétaire : d'autres banques centrales sont également très impliquées dans les achats de titres. En conséquence, les prix des actifs ne sont plus en rapport avec les performances économiques sous-jacentes et ne conviennent plus pour établir des bilans conjoncturels. Ainsi, les rendements des obligations d'État allemandes ne reflètent pas la réalité économique du pays, pas plus que les écarts de crédit des obligations à haut rendement ne renseignent aux États-Unis sur le taux de défaillance attendu cette

année. La chute de 35 % des marchés boursiers mondiaux lors de la crise actuelle, contre plus de 50 % lors des récessions précédentes, en dit long sur la puissance de la liquidité et les distorsions qu'elle peut engendrer.

Le problème, c'est que les économies ne se sont jamais complètement remises de la crise financière de 2008. Les taux d'intérêt ont été relevés prématurément, bien que l'inflation soit restée obstinément inférieure à l'objectif. Les options de politique budgétaire ont été négligées, alors qu'il aurait été possible d'emprunter à des taux négatifs et de mettre à profit le différentiel pour se redéployer vers une croissance plus productive et plus « verte ». La dépendance excessive à l'égard des banques centrales, censées fournir des incitations à l'aide de ressources limitées, a eu un effet déstabilisateur. Les taux d'intérêt sont restés bas et les courbes de rendement plates, ce qui mine le modèle d'affaires des banques. Cette situation a en outre créé un problème pour le secteur des rentes et des assurances-vie : les placements à long terme n'ont offert qu'une rentabilité minimale et les personnes tributaires de revenus fixes ont été pénalisées. Hélas, les perspectives de changement sont minces, car les mesures monétaires et budgétaires de grande ampleur destinées à relancer la croissance alourdissent encore le fardeau de la dette. Cela nécessite de maintenir dans la durée des taux d'intérêt plutôt bas, si bien que les achats d'actifs resteront l'un des principaux instruments de la politique monétaire. Nous vivons dans un monde déformé, que cela nous plaise ou non.

Guy Miller est économiste en chef du groupe Zurich Assurances, à Zurich.