

L'absurdité d'une guerre généralisée des monnaies valorise les actifs, mais le tri se fera sur les fondamentaux

Et si le fait marquant de l'économie au plan mondial était financier ? La question paraît sans objet par nature aux professionnels de l'investissement qui ont tendance à n'analyser les évolutions qu'au travers de leur propre prisme. Pourtant, on est sorti en 2007-2008, avec la crise des subprimes, de 25 ans d'évolutions politiques. La chute de l'empire soviétique avait ouvert une redistribution des cartes. Et c'est la donne commerciale mondiale qui a été transformée, avec des éléments qui ont bouleversé les équilibres à l'échelle de la planète – l'exploitation par la Chine d'avantages colossaux consentis par les Etats-Unis – et, pour ce qui nous concerne, à celle du continent – le financement par les pays de l'Union (hors Grande Bretagne) de la réunification allemande, puis l'alignement de la gestion économique sur les intérêts germaniques spécifiques. La crise financière de 2007 n'était que la traduction du déséquilibre qui s'était établi des termes du commerce, à ces échelons en particulier.

Une crise gérée sans faillites débouche sur un assainissement très incomplet

Le mécanisme de gestion est désormais bien connu : sauvetage des banques par transferts de leurs dettes aux Etats, puis leurs subventions par les banques centrales, enfin, restauration de réalités commerciales. Le rapatriement de la production (et de la marge) vers les pays consommateurs au détriment de la Chine et des émergents, a des effets tels que les investisseurs – c'est à dire avant tout les gérants

d'engagements de retraite américains et japonais- sont comme paralysés pour valoriser les potentiels d'enrichissement.

On touche là, la limite du sauvetage mené sous la houlette de la Réserve Fédérale américaine et du Congrès des Etats-Unis sur une philosophie facile à résumer (et même à caricaturer) : prendre l'exact contrepied de ce qui a été fait dans les années 1930.

La limite est trouvée du fait du remède lui-même : en utilisant la monnaie au-delà de toutes les normes, c'est le thermomètre qui s'est fait médication. Le déséquilibre commercial américain s'était transféré en début des années 2000 au système financier, via les ménages. On n'est pas passé par l'assainissement de faillites qui aurait fait repartir les économies sur des bases solides. L'élimination du risque «systémique» comme on dit maintenant a été prioritaire.

Les excès n'ont pu être traités que par d'autres excès et les mécanismes d'assainissement ont été retardés sinon contrariés. Le temps ne sera pas suffisant pour rétablir des équilibres pérennes et, sans doute, d'autres chocs économiques (et donc financiers) sont inéluctables.

Le modèle du QE américain désormais trop copié partout dans le monde

La banalisation de la gestion anti-récession américaine a, peu à peu tourné à une véritable mondialisation de la gestion non conventionnelle de la monnaie. Les fameux

programmes de gestion quantitative (les QE) ont porté le bilan de la Réserve Fédérale à pratiquement 5.000 milliards de dollars. Près de 28 % du produit intérieur brut. Le risque de taux et de contrepartie pris par l'institut d'émission (les actifs achetés par impression de monnaie sont pour moitié de la dette souveraine et pour un montant presque équivalent de dettes hypothécaires de toutes qualités) est comme gommé par son statut. Les résultats économiques sont discutés, mais ce qui est certain, c'est que la menace d'une grande dépression est effacée. En tout état de cause, les injections ont valorisé les actifs. C'était un des objectifs, mais de l'immobilier d'habitation à la finance, on passe du nécessaire au retour possible à des excès. Elles ont aussi permis l'utilisation massive du change pour restaurer une partie des déséquilibres commerciaux.

Le change de combat d'un dollar bas a produit ses effets et c'est là une leçon qui a été reprise et même beaucoup reprise à travers les zones monétaires. La guerre des changes, comme on l'a appelée, s'est véritablement mondialisée et le Japon d'abord, mais aussi la Grande Bretagne, puis la zone euro développent ces fameux QE dans des proportions certes variables, mais toujours massives. Et, face à ce qu'il faut bien qualifier de réussite américaine, la Chine (avec des moyens proportionnels à sa taille), et beaucoup de pays émergents sont entrés dans le jeu des enchères.

Les actifs financiers pèsent 5 fois le PIB des pays développés

On ne conclura évidemment pas que l'Archipel a trouvé un rythme de croissance fort. Le principe d'une guerre des monnaies est qu'elle doit nécessairement avoir des gagnants et de perdants. On est donc aujourd'hui d'une certaine manière dans l'absurde : les différents pays se défendent comme ils peuvent, mais comment imaginer qu'ils puissent tous être les gagnants d'une guerre disputée sous la forme d'un jeu à somme nulle ? On entre à nouveau dans l'inconnu, la course à l'injection de monnaie produisant des effets limités à leur propre périmètre, sans qu'elle puisse vraiment être orientée pour gérer le change. Ce sont les grandes banques centrales dans leur ensemble qui donnent les munitions à cette vaine guerre des monnaies : depuis 2007, leurs bilans cumulés progressent de 25 % par an.

L'entrée en guerre des pays émergents se fait avec de vraies armes à leur niveau, mais peut se révéler contre-productif à tout moment, le change pouvant gommer les effets de baisse des taux. Ce qui apparaît en revanche, c'est l'accumulation de cet excès de liquidité dans les actifs financiers. Les spécialistes d'Oak Field Partners estiment que la capitalisation des marchés internationaux (obligations, actions, Or) a doublé en 10 ans et que le montant atteint représente 5 fois le PIB des pays développés.

La guerre généralisée des QE ne fait finalement que produire des excès de monnaie qui, la période d'euphorie du traitement passée, alimentent en quelque sorte l'instabilité sur les marchés financiers et, de façon paradoxale en apparence, se traduit à la fois par plus de volatilité et des risques de rupture de liquidité. Les volumes traités ont tendance à se contracter pendant que les encours progressent vivement.

Si la guerre généralisée est absurde, si les banques ont été incitées et le sont toujours à limiter leurs risques d'exposition en capital, cela ne signifie pas la fin du monde ou le retour aux doutes «systémiques». Peut-être au contraire, les fondamentaux prendront le dessus, même en les amplifiant. Ce qui, sans doute, justifie au moins en partie les valorisations et progressions des Bourses des grandes économies - États-Unis, Japon, Europe - et, aussi, finalement, leur potentiel.