

## Après la première secousse sur les marchés financiers

Cette chronique relevait la semaine dernière « un parfum des années 1990 ». Après la chute de 8 % de Wall Street en deux séances, vendredi et lundi, c'est en quelque sorte la conclusion qui est testée : l'éclatement de bulles financières pourrait-il se comparer avec celui des TMT de l'année 2000 ?

### Une consolidation encore contenue sur les Bourses, mais le Bitcoin met en évidence une première correction des excès

En premier lieu, il faut ramener la consolidation de ces derniers jours à sa proportion. L'indice Dow Jones affiche encore une hausse de plus de 20 % en un an et de près de 75 % en cinq ans. Depuis les plus bas de 2009, le quadruplement du bilan des banques centrales a permis une flambée des cours des compagnies américaines et l'indice affiche une progression de 180 %. Presque une multiplication par trois. La même mesure se retrouve pour analyser la baisse sur les Bourses européennes. Le CAC 40 (plus pertinent pour évaluer l'appréciation des actifs que le DAX qui prend en compte les dividendes réinvestis) affiche une progression de 9 % en un an, de plus de 40 % en cinq ans et a doublé depuis les plus bas du printemps 2009.

Les excès des marchés de « l'hyperluxe » comme l'art ou les joueurs de football qui illustrent l'ampleur de la bulle ne se corrigeront pas en instantané et peuvent bénéficier de la distance par rapport à ce qui n'est encore qu'un à-coup. Mais le reflux des hausses qu'on peut qualifier de « bêtises » dans l'euphorie financière est

perceptible sur les crypto-monnaies. Le bitcoin qui avait une contrevaletur de 200 dollars il y a un an et avait passé en mai le niveau de 1.000 dollars qui était le sien en 2013, a été au-delà des 20.000. On le paie encore 6.000, mais la chute est déjà sévère.

La situation financière globale est pour le moment celle d'une consolidation que l'on peut dire bienvenue : limitée sur les Bourses, amplifiée sur les actifs les plus éloignés de la réalité économique.

### Les taux d'intérêt obligataires peuvent mettre fin à une phase « d'exubérance irrationnelle »

Au-delà de la sérénité qu'apporte le recul, il faut évidemment revenir au catalyseur qui a déclenché cette première consolidation des actions depuis deux ans. C'est le marché obligataire qui, une fois encore, confirme son rôle directeur. Le rendement de l'emprunt du Trésor américain à 10 ans est passé de moins de 2 % en septembre à plus de 2,8 % aujourd'hui. Il est supérieur de 0,20 % à ce qu'il était il y a seulement une semaine.

Ce ne sont pas (encore?) des anticipations d'inflation qui ont enclenché cette tension. La stratégie assez claire de relèvement des taux directeurs de la Réserve Fédérale peinait encore il y a deux mois à se transmettre sur le loyer de l'argent à moyen et long terme. Les investisseurs sont maintenant en train de reconstituer une hiérarchie

des rendements en fonction de la durée (la fameuse pentification de la courbe) : 2,20 % à deux ans, 2,6 % à cinq ans, 2,8 % à dix ans, 3,1% à trente ans pour les T-Bonds.

D'une façon ou d'une autre, les banques centrales vont être contraintes de freiner (Banque Centrale Européenne par exemple) ou d'inverser (pour la Fed) les programmes d'injection de monnaie. C'est l'excès de dette qui imposera progressivement une remontée générale des taux longs.

Pour le moment, on reste pas loin de l'épaisseur du trait, mais les effets qui ont été accélérés depuis trois jours par les programmes automatiques sont là pour rappeler le degré d'anticipation permis par les taux maintenus à des niveaux quasi-nuls et qui n'ont encore que peu remonté. Autant que la perception durable d'inflation très modérée à laquelle il est lié, c'est le niveau des taux d'intérêt qui a engagé l'exubérance irrationnelle qui ne peut durer de la hausse des cours des actions supérieure à celle des profits.

## Vers une séquence de rallye baissier

Cette réévaluation des multiples appelait la consolidation. Ce qui pourrait la faire passer à une correction, ce serait une hausse des taux longs qui remettrait en cause les montages basés de façon excessive sur de la dette. Il y a un vrai paradoxe du côté des investisseurs : alors que des analyses pessimistes ou de mise en garde sur les risques des marchés sont nombreuses (à commencer par celles de cette chronique), les positions de portefeuille et, plus encore celles sur levier financier, sont proches des expositions les plus élevées. Les statistiques globales d'endettement ne peuvent se cacher derrière les certitudes de gestion qui donnent un sentiment de sécurité : on est bien dans des records absolus de dettes.

La secousse de cette semaine n'est sans doute que la première d'une série. Il y aura des répliques derrière les reprises techniques et le rendez-vous de la valorisation des actifs avec les fondamentaux laisse envisager un vrai rallye baissier dans les six ou douze mois. Dans un premier temps, les liquidités des banques centrales amortissent le choc : la fuite vers la qualité pousse le dollar et le yen, mais aussi les emprunts d'État américains et européens. Mais la tendance est là et la hausse des taux – qu'elle soit liée à l'inflation ou pas – va imposer une révision à la baisse des PER que les profits engendrés par le cycle de croissance ne vont pas compenser dans les cours de Bourse.

Dans des séquences comme celle qui s'ouvre, les risques ne se manifestent pas forcément rapidement et pas toujours là où on les attend. Il y a pourtant une classe d'actif pas règlementée mais sans doute d'autant plus vulnérable que les leviers ne sont pas bien connus : l'investissement dans le non-coté avec recours à la dette. Le Private Equity est peut-être le premier des risques à tenter de réduire dans sa gestion.