

Pourquoi les bulles n'inquiètent pas (trop)

Un mot fait son retour dans les discours des organismes financiers internationaux et des banques centrales : bulle. Rien de surprenant à ce que le risque soit mis en évidence. On sait que, depuis 2008, on a soigné le mal (la dette excessive des agents économiques) par le mal (l'endettement public massif). On a aussi mis l'économie mondiale, au premier rang celle des Etats-Unis, sous assistance médicale : liquidités sur liquidités. Un élément sémantique pour le souligner : la réduction des injections de liquidités de la part de la réserve américaine est dite tapering dans les bureaux d'études et les salles de marché. Qu'est-ce qu'un tapering ? C'est une réduction progressive et, en particulier le terme est utilisé en médecine pour désigner la diminution graduelle d'un traitement pour aller, si tout va bien, vers l'arrêt des médicaments.

Le sauvetage des banques et de la croissance a entraîné des excès de valorisation des actifs

L'objectif de cette hausse des dettes publiques qui approchent ou dépassent un an de création de richesse (un an de produit intérieur brut) au Japon, aux Etats-Unis et dans les pays européens, puis d'injections massives de liquidités était double. En premier lieu, parer au plus pressé en sauvant les systèmes bancaires en les resolvabilisant et leur permettant de trouver des profits qui assurent le financement de la réduction de leurs engagements sans trop de casse. En second lieu, soutenir l'activité et favoriser un retour de la croissance économique.

Les deux objectifs sont partiellement atteints et il n'est pas question de remettre en question la réalité du cycle américain qui se développe de façon certaine et saine, l'amélioration touchant le marché du travail, les transactions immobilières, l'activité

industrielle. Mais il est un élément plus certain encore : la valorisation des actifs a profité de l'afflux de liquidités.

C'était en partie un effet recherché : l'effet richesse des agents économiques – en particulier des ménages – est un élément essentiel pour favoriser la consommation et l'investissement. Il y a donc dans cette hausse des actifs financiers et de l'immobilier, une part qui était souhaitée par les autorités monétaires – par exemple la restauration de la valeur de l'immobilier résidentiel américain de base d'où était venue la crise –, mais aussi une part d'excès qui n'est que la conséquence non voulue des moyens mis en œuvre pour le sauvetage du système financier et de la reconstitution d'un cycle de croissance économique.

Le résultat économique final est précisément une meilleure cohérence entre la création de richesse et la puissance des économies. On a assez montré que la crise de la fin des années 2000 était la conséquence finalement assez directe du déséquilibre entre des pays producteurs (les fameux émergents derrière la Chine) et des pays à la fois consommateurs et financiers (ceux de l'OCDE derrière les Etats-Unis). La croissance nettement plus faible aujourd'hui des pays émergents et proche de leur potentiel, en particulier en Chine, et le transfert (le retour) de la création de richesse vers les pays riches a incontestablement assaini les équilibres mondiaux.

Mais l'argent pratiquement gratuit et donné pratiquement sans compter aux banques des pays développés (encore une fois il fallait en passer par là), conduit inmanquablement à des excès de valorisation de certains actifs. Ces fameuses bulles qui peuvent avoir des effets dévastateurs : le Japon a encore du mal à sortir de l'éclatement de sa bulle financière et immobilière de 1990, on se souvient de la bulle des technologiques éclatée en 2000 et évidemment de celle de la titrisation des prêts hypothécaires (subprime) de 2007.

Reconnaître qu'il y a bulle, c'est déjà commencer à la soigner

Les bulles sont inévitables, peuvent être dangereuses, mais ne le sont pas toujours. D'une certaine façon, lire dans un rapport du Fonds Monétaire International une mise en garde face à la constitution d'une bulle immobilière en France, au Royaume Uni ou en Israël, voir la Réserve Fédérale s'inquiéter des ratios d'évaluation d'actions biotechnologiques ou internet, cela rassure. On a un peu le sentiment que tant qu'on en parle – surtout au plus haut niveau – c'est que le problème est cerné, et donc à demi résolu.

Parler des bulles c'est le plus sûr moyen d'en empêcher les dégâts. Par expérience cependant, on a pu constater que cela n'est pas suffisant.

Des bulles boursières ont cependant été bien calmées depuis le début de l'année, avec des retours de valorisation sur les deux grands secteurs d'excès (internet et biotech), illustrés cette semaine par l'effondrement de Lets Gowex l'emblématique spécialiste espagnol du Wifi, dont les cotations ont été suspendues jeudi sur une baisse de 60 % en deux jours et une perte de valeur boursière d'un milliard d'euros. On doit considérer que les apports massifs de liquidités ont été compensés dans une certaine mesure par la réduction du bilan des banques et, par conséquence, par la forte réduction des effets de levier dont disposent les fonds spéculatifs dits d'arbitrages (Hedge Funds). Ce qui constitue un frein – ou une moindre incitation - à l'auto-entretien des bulles spéculatives.

La question immobilière est plus complexe, un effet rareté prenant facilement le dessus sur une valeur objective qui est fixée par le montant des loyers potentiels et, aussi par le niveau des taux d'intérêt. Une tension sur ces derniers ramènerait sans doute violemment les fondamentaux dans le calcul.

Pour sortir des bulles, un objectif (la croissance), mais deux grands modèles opposés pour y arriver

Au fond, les bulles financières et les bulles immobilières obéissent cependant à la même logique et la sortie ne peut s'opérer qu'en réconciliant les loyers (donc les revenus) avec la valeur des biens, et la rémunération du travail (les salaires) avec l'enrichissement des actionnaires.

Resolvabiliser les débiteurs avec de l'inflation sera inéluctable, puisque les débiteurs sont les Etats. Mais ce ne sera pas suffisant pour effacer les bulles en rapprochant la valorisation constatée (liée aux taux, aux liquidités et aux effets de rareté) avec la valorisation objective.

Cela peut s'opérer sans casse dans un cadre qui limite les effets de levier des banques. C'est la direction du moment qui permet de ne pas s'inquiéter outre mesure aujourd'hui de ces fameuses bulles.

Mais quelle pourrait être une vraie sortie sans choc violent? La croissance évidemment. Il y a bataille de modèle. Le match entre la croissance qui, peut être soutenue, basée sur le laxisme financier qui se corrige progressivement (le modèle des Etats-Unis), et la croissance modérée, égoïste (basée sur l'export) mais saine (l'Allemagne) n'est pas terminé.