

Risque d'éclatement de bulle : le pire est loin d'être certain

Bulle ? Danger d'explosion ! Selon certains économistes, les marchés financiers – leur exubérante irrationalité – sont un des éléments qui peuvent fragiliser le cycle de reprise mondial. Le thermomètre peut-il créer la maladie ? La question n'est pas absurde. Les grandes crises financières ont débouché sur des crises économiques, les exemples de celle des années 1930 et, plus récemment, celle de 2007/2008 l'illustrent particulièrement. La situation du moment après six années de hausse à Wall Street qui ont permis une multiplication par six de l'indice Dow Jones et au moment où les indices européens dividendes réinvestis sont à des niveaux records un peu moins de trois ans après le début du rebond pose la question des dangers d'une surévaluation et des dégâts à craindre.

Les bulles qui provoquent les crises économiques sont les bulles d'endettement

Les Cassandre sont des acteurs très courants de la palabre des marchés financiers. Prédire la fin du monde est en la matière une démarche intellectuelle particulièrement confortable. L'économie de marché est finalement une recherche permanente d'équilibres et on sait que l'équilibre est par nature instable. Deux classes d'éléments influent particulièrement sur la constitution de ces équilibres : le marché et l'intervention de la collectivité, par des autorités nationales ou supranationales. Les deux modèles poussés à bout – le libéralisme sans contrainte et la gestion totalement administrée de l'économie - ne fonctionnent pas, l'histoire l'a démontré de

façon parfois cruelle. Un mix des deux est nécessaire. Par construction, tout est affaire de dosage et il n'y a pas de recette. Au contraire, les réglages ne peuvent que varier en fonction des situations. C'est là que les Cassandre interviennent : pour démontrer l'absurdité d'une course à la productivité qui appauvrit finalement tout le monde, ou pour s'inquiéter d'une intervention des Etats, des banques centrales ou des organismes supranationaux et de leur caractère par construction artificiel (non lié aux marchés).

En réalité, on doit se souvenir que les crises financières qui cassent les économies ne proviennent pas ou peu de bulles de surévaluation qui explosent. Ce sont des crises de surendettement qui imposent des assainissements destructeurs pour l'économie. On ne peut que rappeler qu'un krach financier (boursier ou immobilier) n'a pas d'influence sur les liquidités : il y en a autant en circulation le lendemain que la veille. En revanche évidemment, il influe sur le moral des agents économiques et sur les activités de crédit.

Pas de survalorisations aiguës : laxisme financier ne signifie pas forcément bulle

Pour en venir à la situation du moment, on ne peut pas nier que l'endettement excessif (des ménages américains) a été soigné depuis 2007 par de l'endettement excessif des banques, puis par leur refinancement par les Etats, au prix d'un nouvel

endettement excessif. Avec les rachats d'emprunts d'Etat par les banques centrales (les quantitative easing américain, japonais, britannique et aujourd'hui de la zone euro), on arrive au bout du transfert de ces dettes «excessives».

Il faut pourtant peser la réalité. En premier lieu, on n'avait pas le choix, puisque les faillites bancaires auraient fait plonger l'économie mondiale et que la chute des actifs (actions, obligations, immobilier) aurait liquidé une grosse part de la contrepartie des retraites des Américains et des Japonais. En second lieu, laxisme financier ne signifie pas bulle de surévaluation.

Évidemment, le paradoxe choque : l'indice CAC 40 a pris 66% depuis juin 2012, alors que l'économie française et européenne stagne et que le chômage passe record sur record. Le rendez-vous avec la réalité inquiète légitimement.

A l'analyse, les ratios d'évaluation des actions ne sont pas dans des niveaux de bulle. Les bénéfices attendus pour 2015 sont capitalisés 14 à 16 fois sur les grandes Bourses, 10 à 12 fois sur les émergentes. On n'est pas dans les multiples irréels du Japon du milieu des années 1980 ou de la bulle des TMT des années 2000. L'immobilier n'est pas bon marché, mais, on est très loin des excès (de dette) d'il y a huit à dix ans aux Etats-Unis ou en Espagne. On est dans le haut de la fourchette, mais pas dans l'excès.

Le vrai risque serait l'inflation : elle n'est pas dans les radars

Les grandes inquiétudes sont ainsi concentrées sur les marchés les plus liquides : les changes et les taux. Le premier est facteur d'instabilité, le second celui de stabilité imposée et administrée. Un krach sur les taux, une remontée brusque des loyers de l'argent à court, moyen et long terme, c'est le grand risque qui briserait l'équilibre. On ne peut imaginer qu'il puisse être provoqué par les Etats et les banques centrales : ce n'est pas leur boulot de ruiner les populations. Reste évidemment l'inflation, seul élément constitutif de l'éclatement d'une bulle obligataire. Ce n'est pas dans le radar, c'est le moins que l'on puisse dire. Et, en tout état de cause, les dégâts sur les biens

réels (actions et immobiliers) seraient finalement assez cadrés et n'auraient pas l'ampleur d'un krach systémique.

On en revient nécessairement aux théories classiques. Le légendaire spéculateur André Kostolany (1906-1999) résumait les excès des marchés financiers avec « la parabole du chien et de son maître ». Ils partent ensemble au même niveau, se promener comme le font l'économie (le maître) et les marchés (le chien). L'animal peut rester en retrait, il peut prendre de l'avance, beaucoup d'avance, mais, à la fin de la promenade, ils se retrouvent. L'économie et la finance sont finalement toujours en phase sur le long terme. Les éléments fondamentaux de valorisation n'indiquent pas aujourd'hui de bulles constituées et on sait que douter de la hausse, de parler de krach, c'est le meilleur moyen de l'éviter.

Le risque économique de survalorisation des actifs va se résorber par une modification progressive des éléments de l'équilibre : les interventions publiques (qui vont devoir s'atténuer) et le marché (qui va prendre plus de poids). La vigilance dans cette phase aux nouvelles règles du jeu s'impose, mais pas plus que jamais. Le pire est loin d'être sûr.