

## Parfum de *nineties*. Les risques ?

On qualifie souvent les économistes de bons prévisionnistes ... du passé. Science humaine par excellence, l'économie se base sur des analyses des comportements et sur les réactions qu'on peut attendre de tel ou tel événement, de telle ou telle situation, de telle ou telle décision. Pour cela, on ne peut que tirer des leçons de l'histoire, tout en relativisant les conséquences attendues en les mettant à la sauce du moment. Aujourd'hui, l'impression ne plonge pas dans le passé lointain. A regarder les marchés financiers qui sont un reflet des économies, on sent comme un parfum des années 1990.

### Les années 90 : un nouveau monde ? Croissance heureuse, consensus fort, réévaluation des PER, bulles financières ou du marché de l'art

On prend tous plus ou moins du plaisir à écouter à la radio les tubes des années passées et la fréquence *Nostalgie* joue particulièrement de son nom. L'évolution des actifs financiers et des Bourses sonne un peu aujourd'hui comme « le meilleur des *nineties* »

La période était celle de la croissance heureuse : en dix ans de 1989 à 2000, le produit intérieur brut mondial a progressé de 65 % (dollars courants). Dans un contexte géopolitique apaisé – après la chute du mur de Berlin, on n'hésitait pas à

parler de « la fin de l'histoire » - les déséquilibres de la mondialisation étaient encore à venir. La visibilité sur le cycle de croissance faisait un consensus assez général.

La conséquence pour les Bourses a été cette réévaluation des taux de capitalisation qui est provenue de la progression des cours durablement plus rapide que celle des bénéficiers. Les PER relevés à la hausse d'une façon globale étaient la traduction de l'anticipation d'une accélération des profits, pour une grande part attendue de la révolution des technologies de l'information.

À partir de là s'est formée la bulle des TMT – pour technos, médias, télécom – qui devait exploser en 2000. On ne peut que rappeler que, porté par ces excès, l'indice CAC 40 (calculé brut et sans réinvestissement des dividendes) a approché les 7.000 points en septembre 2000. Il avait ensuite perdu près de 60 % en 30 mois.

Le marché de l'art aux enchères avait flambé dans les années 1990. On peut dire que la vente des Iris de Van Gogh en novembre 1987 avait ouvert une ère. Les 53,9 millions de dollars de l'époque pulvérisaient les records précédents (plus de deux fois plus). Le niveau des tops qui avaient suivi dans les années 1990 (près de 150 millions de dollars, aussi pour un Van Gogh) a tenu pratiquement jusqu'en 2011 et aux Joueurs de cartes de Cézanne qui a été adjugé 254 millions. Warhol, Picasso, Gauguin ont depuis dépassé 300 millions et le Salvator Mundi attribué pour partie à Léonard de Vinci a explosé le record en décembre dernier avec ses 450 millions de dollars.

## 2018 : nombreuses similitudes et le retour de l'avertissement de l'exubérance irrationnelle d'Alan Greenspan en 1996

Aujourd'hui, le consensus annonce une croissance assurée, mondiale et plutôt synchrone. Et les PER ont été nettement réévalués. Le multiple pour les compagnies américaines est supérieur de 25 % à sa moyenne sur 15 ans, donc après l'éclatement de la bulle de 2000.

Le « bizarre » des évaluations irréalistes des TMT, on l'a retrouvé avec l'envolée des cryptomonnaies : un actif reposant sur une confiance sans vraie base. Et l'explosion des prix des actifs de l'hyper bulle, on ne l'a pas seulement retrouvé avec le « Vinci », mais sur toute la gamme du grand luxe, allant jusqu'aux transferts des joueurs de football qui peuvent être un exemple. Les 222 millions d'euros de Neymar facturés l'année dernière au Qatar pour le PSG sont (en monnaie constante) 7 fois ce que l'Inter de Milan avait payé pour Ronaldo en 1997 et trois fois la facture Zidane pour le Real de Madrid en 2001.

Une certaine similitude se retrouve aussi dans l'actualité des sociétés en difficulté. La remise en cause des leviers d'Altice et plus encore la chute de Steinhoff rappelle un peu la déconfiture de Vivendi (en 2002) ou le scandale Parmalat (en 2003), montés sur le modèle des années 1990.

Ce « parfum de nineties », c'est ainsi un certain retour de « l'exubérance irrationnelle qui intensifie la valeur des actifs » décrite en 1996 par le patron de la Réserve Fédérale de l'époque. Au-delà de la formule à succès, on peut s'arrêter à l'analyse d'Alan Greenspan: « *une inflation faible soutenue entraîne de moindres incertitudes pour le futur et des primes de risque plus fortes. Cela se traduit par des prix plus élevés pour les actions et les différents actifs. Est-il possible d'estimer comment lorsque l'exubérance irrationnelle intensifie la valeur des actifs, elle produit une correction prolongée ?* »

L'avertissement de M. Greenspan portait sur les excès de la relation entre l'inflation basse et les PER, au-delà, sur l'ensemble des actifs. On se trouve aujourd'hui dans une situation plus favorable encore sur le plan de l'inflation. Elle crée des excès qui sont comparables, amplifiés précisément par la Fed qui est suiviste. Selon l'expression des salles de marché, elle est « *derrière la courbe des taux* » et pas devant.

## La réalité des profits du numérique et du cycle mondial n'empêcheront pas le retour des fondamentaux intangibles

Le parfum des années 90 n'est pas une simple impression. Il y a de vrais facteurs communs qui peuvent annoncer un éclatement de bulle dévastateur pour les Bourses et les actifs sinon pour l'économie. Il y a aussi des divergences qui permettent de relativiser. En premier lieu, la traduction des révolutions technologiques dans la sphère réelle et particulièrement dans les bénéfices des entreprises. On peut aussi s'appuyer sur la réalité mondiale du cycle et sur la répartition 60/40 de la production de richesse entre les émergents et les pays développés.

Reste cependant la finance et en particulier la situation des marchés de taux. Un retour des taux directeurs dans leur moyenne historique ne serait pas simple à encaisser, car la situation de liquidité des positions obligataires est faible et sans doute même inférieure à ce qu'elle était au milieu des années 1990, au moment d'un krach obligataire.

Le vrai point commun c'est pourtant le sentiment des investisseurs de l'entrée dans un nouveau monde. Les Fondamentaux intangibles reprennent toujours le dessus, avec une brutalité qui est fonction de la croyance à la rupture.