

Où on reparle de bulle...

On s'est habitué à la hausse de la Bourse : huit ans de hausse à Wall Street. On s'est habitué à une conjoncture de taux directeurs quasi-nuls, d'injections massives de liquidités, de taux obligataires négatifs. Évidemment tout cela est lié. Cependant, il peut ne pas être inutile d'aller un peu plus loin que la prolongation d'une tendance bien affirmée dans le temps, mais qui pose forcément la question de la sagesse populaire : « ce qui est pris n'est plus à prendre ».

La hausse des Bourses : les gains de productivité, mais aussi le levier financier

En huit ans, l'indice Dow Jones a été multiplié par plus de trois. Les indices larges comme celui du Nasdaq sont aussi à des niveaux records, comme le sont le Dax ou le CAC 40 dividendes réinvestis. Il y a du rattrapage par rapport au printemps 2009, dont les cours sanctionnaient la crise du crédit hypothécaire américain et les risques pour le système financier mondial. Avec, dans les scénarios du pire, la crainte d'une récession mondiale tournant à la dépression. Il y a évidemment ce rattrapage dans la vigueur du rebond.

Cela posé, en prenant un peu plus de recul, on peut comparer la valorisation des actions américaines et l'évolution de l'économie. En retenant les 14.000 points du Dow Jones de l'automne 2008, la hausse ressort à +50 %. Le produit intérieur brut américain a gagné 24,5 % sur la période (en dollars courants). Le levier des gains de productivité a joué. Mais celui de la finance aussi.

Il n'est pas besoin de détailler une nouvelle fois l'explosion du bilan des grandes banques centrales : une croissance de l'ordre de 13 % par an depuis 2009 a amené le total de 20 % des produits nationaux bruts cumulés à 40 %. En 1999 on était au niveau de 10 %. Le sauvetage de la finance mondiale et celui de l'économie mondiale passaient par cet argent presque gratuit donné aux banques presque sans limite.

Une conséquence de ce soutien à tout prix devrait logiquement se retrouver dans la dérive des prix : plus de monnaie à la disposition des agents et – dans les cas des États-Unis en particulier – le plein emploi sont des ingrédients inflationnistes. On est loin d'y être. La mondialisation et les excès de capacités qu'elle a suscitées dans les années 2000, aussi bien en matière de production industrielle que d'extraction de matières premières, sont encore un puissant frein à un ajustement par le haut. Mais cela ne signifie pas qu'il n'y a pas eu d'inflation : elle s'est concentrée sur les actifs, les actions et l'immobilier en particulier. L'économie est, sur le long terme, affaire d'équilibre et de convergence et le retard des salaires sur le foncier, y compris dans un pays comme l'Allemagne aux patrimoines plus faibles et moins concentrés sur l'immobilier que ceux des Français, est facteur de rupture.

Des cours plus volatils et la décélération financière est en vue

La financiarisation de l'économie a son prix : celui d'un levier opéré par les marchés financiers. La simple observation des positions ouvertes sur les contrats optionnels de paniers d'actions montre une équation très simple : le trading s'accroît en suivant en

proportion la progression des concours des banques centrales. Cette situation se conçoit bien et nul doute que les grands argentiers en sont conscients et qu'ils la prennent en compte. Cependant, la sensibilité des cours aux nouvelles de tous ordres a aussi été multipliée.

Cette volatilité a été gommée précisément par les injections de monnaies des grands instituts d'émission des pays développés. Cela peut-il durer éternellement ? Evidemment non. Cela va-t-il durer encore longtemps ? C'est la question du moment.

En tendance, on est déjà au stade de la décélération financière. Le gonflement des bilans des grandes banques centrales s'est infléchi depuis début 2017 de son rythme annuel de 13 % à un peu moins de 9 %. La Banque du Japon, en modifiant ses critères (et en se focalisant sur le niveau des taux longs) en fait déjà nettement moins sans vraiment le dire. La Banque Centrale Européenne a déjà préparé les marchés financiers à une réduction des doses (le fameux *tapering*) lors de son comité monétaire d'avril. Elle pourrait l'annoncer en septembre ou au cours du quatrième trimestre et, dès juin, on surveillera de près si la mention de « taux directeurs pouvant être fixés encore plus bas » figurera toujours dans le communiqué. La Banque d'Angleterre n'accélère pas et maintient ses taux directeurs (en annonçant un futur relèvement) alors que son programme d'achats d'actifs n'est pas agressif après la révision à la baisse de son estimation de la croissance. Enfin la Réserve Fédérale envisage sérieusement

une vente d'actifs (si la politique le lui permet), ce qui signifie une diminution de la taille de son bilan en accompagnant le relèvement des taux directeurs.

Des ratios de bulle, le besoin pour passer d'une accélération de la croissance mondiale

Restreindre les doses, les supprimer et aller même au-delà, cela peut être supportable si l'économie a sa propre dynamique qui amortit le choc monétaire. La voie n'est pas tracée, mais nécessité fera sans doute loi. Reste la question des bulles. On a vu les dégâts que leur éclatement peut faire sur l'économie. Les comparaisons entre les masses de rémunération des actions (incluant les dividendes, les rachats d'actions et les opérations financières) et l'encours des obligations américaines à 30 ans montrent un écart dépassant celui de 2008 et se dirige vers celui des années 2000.

On a vu le traitement monétaire et financier des crises suivant l'éclatement de la bulle des technologiques et des *subprime*. Il a permis d'éviter le pire. Mais, tout de même, en soignant le mal par le mal, on en arrive à des actifs financiers sans doute surévalués et en tout cas vulnérables. Le potentiel lié à la croissance des bénéfiques peut conduire à une stabilisation. Mais pour passer à une nouvelle étape de hausse des actifs, il faudra - ou il faudrait - une nette amélioration de la croissance mondiale.