

Le propre d'une bulle est de gonfler...



V. Riches-Flores

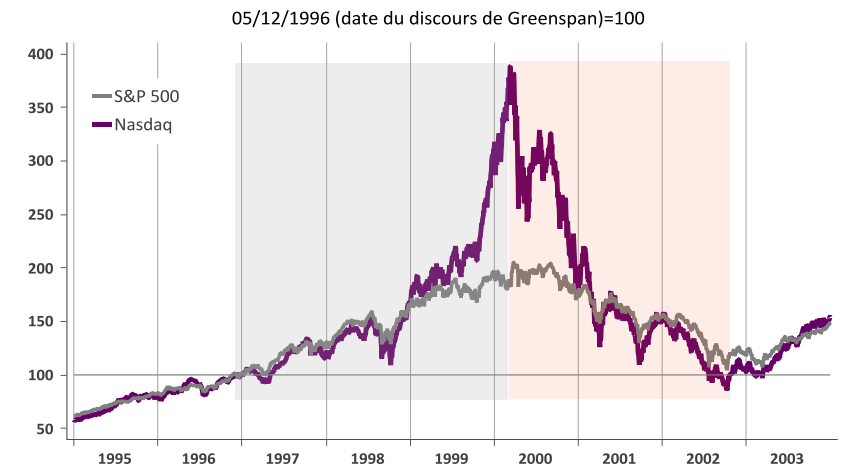
À en juger par l'expérience du quantitative easing de la Fed, c'est une progression de 50 % des indices européens que pourrait impulser la politique de rachats d'actifs mise en place par la BCE le 22 janvier dernier. Une telle hausse n'aurait, bien entendu, aucun fondement économique, répondant uniquement à une logique de flux de liquidités abondamment présentes sur les marchés aujourd'hui. Il s'agirait donc bien d'une bulle au sens propre du terme. Les économistes peuvent-ils l'empêcher ?

Les phénomènes spéculatifs sont toujours plus forts que la raison

On l'oublie trop souvent, le propre d'une bulle est en effet de gonfler, ce qui conduit la plupart du temps à sous-estimer la résistance des épisodes d'exubérance irrationnelle, pour reprendre une expression fameuse d'Alan Greenspan de décembre 1996. À l'époque, plus de trois années se sont écoulées avant que l'anomalie pointée du doigt par le Président de la Fed ne trouve son terme. Trois années durant lesquelles la valeur du Nasdaq s'est vue multipliée par quatre et celle du S&P par deux ! Trois années, aussi, durant lesquelles, la plupart des économistes se sont discrédités : le marché, surévalué, ne pouvait que baisser. Mal leur en a pris. Considérés comme inaptes à comprendre les vertus supposées de la nouvelle économie, on cessa globalement de les écouter. Même le Président de la Fed, de mémoire en août 1999, finit par accepter l'idée que l'essor des nouvelles technologies de communication pouvait être à l'origine d'un nouveau paradigme en matière de productivité, susceptible d'apporter une justification économique, au moins partielle, à la valorisation boursière de l'époque. La capacité des bulles à convaincre, même les plus « sages », de la normalité de la hausse des prix des actifs fait partie intégrante de ces épisodes, toutefois, bel et bien temporaires. À partir de mars 2000, le retour à la réalité s'est soldé par une perte de 35 % du Nasdaq en moins de quatre semaines, puis à nouveau 50 % au cours des douze mois suivants et encore 33 % avant que l'indice ne trouve son point bas en octobre 2002, au terme d'une correction totale de 78 %. Il faudra attendre août 2000 pour que l'indice S&P amorce la descente de

son nuage à coup de vagues correctives plus modestes, de 15 % à 20 % chacune, avec, toutefois à l'arrivée une chute de 50 % en vingt-quatre mois. Ironie du sort, à l'automne 2002, les deux indices avaient retrouvé leur niveau de la fin de l'année 1996 !

S&P 500 et Nasdaq durant bulle des années 90



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La plainte des économistes face à l'irrationalité des marchés

La leçon tirée de cet épisode nous a permis d'éviter de tomber dans le panneau en 2003 lorsque, de toute évidence en pleine bulle spéculative, le marché immobilier espagnol semblait néanmoins devoir continuer à enfler tant que les taux d'intérêt ne monteraient pas (« *Immobilier espagnol, le propre d'une bulle est de gonfler... avant d'éclater* », V. RF et M. T., publication SG, mai 2003). Le diagnostic qui en ressortait pour l'économie espagnole à horizon de quelques années était, dès cette époque, effrayant mais restait, au grand dam des économistes, parfaitement inaudible par la plupart des acteurs de cette bulle. On connaît la suite.

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

10 avril 2015

Alors, à quoi peuvent bien servir les économistes, aujourd'hui, face à ce qui prend de plus en plus clairement, à nouveau, l'allure d'une bulle des marchés financiers ?

Répéter à l'envi que la hausse des marchés internationaux, et dorénavant européens, va au-delà de ce que pourront offrir les développements de l'économie mondiale dans le futur, ce dont nous sommes absolument convaincus ; ou continuer à démontrer que le quantitative easing, seul, ne résout rien à la crise que traverse une économie mondiale en profonde mutation, ont peu de chances d'être d'une quelconque efficacité face à la psychologie en présence, ceci pour quatre raisons essentielles :

1- **Les liquidités abondent** et il s'agirait d'une ineptie pour les investisseurs de ne pas placer l'argent dont ils disposent. Depuis la crise de 2008, 5 500 milliards de dollars ont été injectés sur les marchés par les actions combinées de la Fed, de la BCE et de la BoJ, l'équivalent de plus de 3 % du PIB mondial ou encore du tiers de la croissance de ce dernier PIB au cours de la période.

Bilan agrégé de la Fed, la BCE et la BOJ et PIB mondial

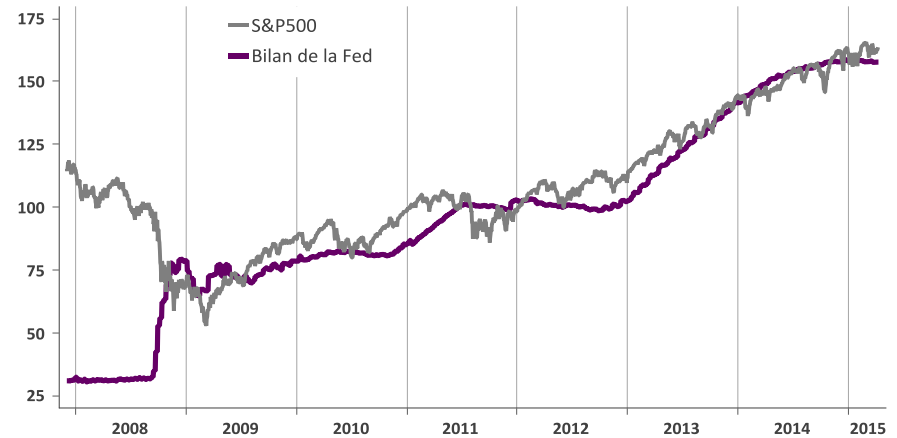


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les dés sont donc indiscutablement pipés par l'action d'acteurs insensibles aux prix des actifs. Si l'on en juge par les précédents qu'ont constitué les politiques de quantitative easing de la Fed et de la BOJ sur leurs marchés d'action respectifs, dont les évolutions ont dans les deux cas, été rigoureusement identiques à celles de leur bilan (respectivement 60 % entre 2008 et aujourd'hui aux États-Unis et

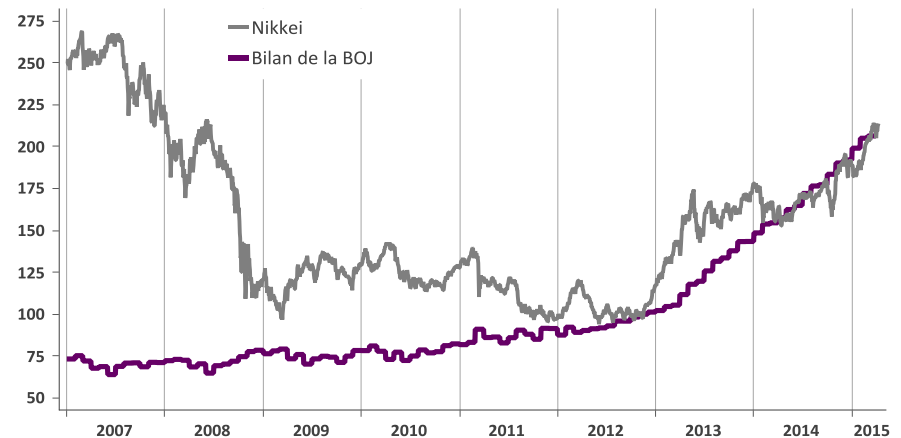
110 % depuis fin 2012 au Japon), c'est une hausse de 50 % des indices européens que pourrait signifier l'augmentation de 2 000 à 3 000 milliards d'euros du bilan de la BCE au cours des 17 prochains mois restants de son programme d'achats d'actifs annoncé le 22 janvier. Le biais instauré par l'action de la BCE est donc considérable.

Bilan de la Fed et S&P 500, juin 2008=100



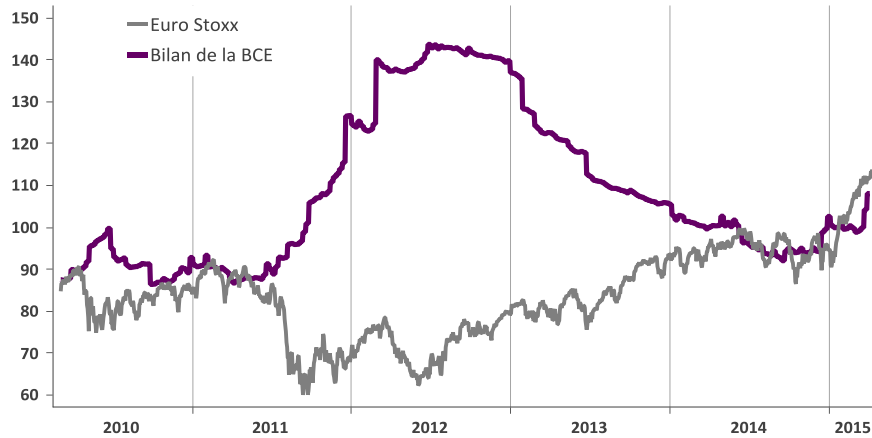
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bilan de la BOJ et indice Nikkei, nov. 2012=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bilan de la BCE et Euro Stoxx 50, 22 janv. 2015=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- **Les tendances économiques récentes alimentent l'espoir** que les valorisations en place pourront être honorées, les arguments, notamment en Europe, ne manquent pas : chute de l'euro, reprise de l'activité, action de la BCE, baisse des cours du pétrole. Qu'importe dès lors que ces espoirs soient sans commune mesure avec ce qui constitue aujourd'hui le scénario le plus probable d'une croissance durablement molle, tant que persistent les signes d'encouragement.

3- **Les opportunités de placements à rendement attractif se font rares** dans un contexte de très faible niveau des taux d'intérêt. Les actions offrant non seulement l'espoir de profiter de la reprise en cours mais aussi de dividendes largement supérieurs aux rendements des obligations souveraines et moins risqués que les obligations spéculatives, leur attrait est disproportionné dans le contexte présent.

4- Enfin, parce que si l'on peut être sceptique, et nous le sommes, quant à l'efficacité du quantitative easing de la BCE, reconnaissons toutefois :

- a. que la chute de l'euro qu'il a permise est indéniablement bienvenue et, in fine, beaucoup moins coûteuse pour la croissance que les politiques de déflation compétitive jusqu'alors privilégiées en zone euro,
- b. que les effets richesse procurés sur la revalorisation des actions européennes peuvent aussi contribuer à servir la cause conjoncturelle face à la menace que représentait l'affaissement des rendements de l'épargne de ces derniers mois.

La politique de la BCE, relayée par celle de la Banque du Japon et, dans un autre style, celle de la Banque Populaire de Chine, a donc bien de grandes chances de continuer à tirer les marchés d'actions dans des proportions exubérantes.

Comment se terminera cette fuite en avant ?

La réponse laisse peu de doutes à nos yeux : à savoir, par une correction très significative et probablement brutale. Bien malin toutefois celui qui pourra dire à quel moment et ce qui en sera le phénomène déclencheur. Les pistes sont multiples et certaines, peut-être, encore insoupçonnées. À ce stade, les principales semblent être les suivantes :

- **Une fin malheureuse du dossier grec** dont la probabilité s'est incontestablement accrue ces dernières semaines constitue probablement le risque le plus proche. Une sortie de la Grèce de la zone euro, au-delà du précédent dangereux qu'elle représenterait pour l'avenir de la zone euro, étant susceptible de se solder par une crise de change aux ramifications internationales sans aucun doute très déstabilisantes, serait à même d'ébranler la confiance dans la politique actuelle. Un scénario dont nous estimons la probabilité à 40 % aujourd'hui.
- **Des déceptions plus importantes que prévu en provenance de l'économie américaine** s'accompagnant d'une montée du risque de récession que les développements récents ne permettent plus d'écarter de l'horizon prévisible, dont la probabilité nous semble dorénavant dépasser 20 %.
- **Le risque, à l'inverse, que la Fed s'impatiente** et amorce précocement, un cycle de remontée de ses taux directeurs à partir de l'automne, que nous estimons aux environs de 40 % de probabilité.
- **Celui, lié à l'un ou l'autre des deux précédents, que l'essoufflement du marché américain prenne une tournure plus marquée** que depuis le début de l'année qui viendrait enrayer la progression du marché européen.
- **Celui enfin, que la BCE finisse par prendre peur** de ce qu'elle est en train de créer et qu'elle revienne sur l'ampleur de son programme.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com