

# La liquidité créée par les plans de relance favorisera l'ensemble des marchés actions

Les marchés financiers mondiaux sont retombés en proie au doute, obsédés par les déséquilibres des finances publiques, en particulier de la zone euro. N'est-ce pas le signe d'une crise plus profonde?



Chief Investment Officer, Banque Profil de Gestion, Genève  
PATRIZIO MERCIAI

**L**es bourses mondiales n'auraient jamais surmonté le premier bear market du millénaire (éclatement de la bulle technologique, attentats du 11 septembre, scandale Enron...) si l'économie mondiale n'avait pas rapidement renoué avec la croissance. De même, sans les premiers signes de reprise conjoncturelle, les bourses n'auraient pas déjà récupéré une partie des pertes infligées par la crise financière de 2008. La résilience de l'économie mondiale après ces deux crises a été remarquable. Elle est due en partie à la montée en puissance de la Chine, bien entendu, mais aussi à la politique de relance généralisée dans les pays occidentaux. Les banques centrales ont longtemps maintenu des taux directeurs extrêmement bas et beaucoup de gouvernements ont laissé filer les déficits publics. Entre 2002 et 2007, rien n'avait été fait pour freiner l'endettement des ménages, accéléré par la créativité financière et la prise de risque inconsidérée de nombreuses banques. On connaît la suite.

Nous vivons aujourd'hui une réplique, plus localisée et à moindre échelle, du séisme de 2008. Ce qui est en cause, une fois de plus, c'est la montée insoutenable de l'endettement public et privé, et l'engagement excessif des banques qui l'a provoqué. Mais tandis que la bulle financière centrée sur les pays anglo-saxons a éclaté avec fracas en 2008, sa petite sœur sur le Vieux-Continent est presque passée inaperçue jusqu'à la débâcle grecque. Les banques allemandes, françaises, néerlandaises qui se vantaient haut et fort de n'avoir jamais détenu de CDOs ont pris un temps infini ces derniers mois à révéler leur exposition à l'immobilier espagnol, par exemple. Maintenant que l'euro-bulle a éclaté à son tour, les décideurs économiques sont confrontés aux mêmes dilemmes qu'en 2001 et 2008. Leur réponse sera-t-elle analogue?

Dans le monde anglo-saxon, malgré la tradition libérale, on a vite compris que

laisser le système financier s'ajuster de lui-même, c'est-à-dire laisser les banques et leurs débiteurs faire faillite, serait l'antichambre de l'enfer. En 2001 déjà, Ben Bernanke et d'autres étaient conscients que le pire serait de rééditer l'erreur dramatique de 1929. La Fed de l'époque avait voulu «punir la spéculation» après le krach boursier, et resserré ses conditions monétaires, déclenchant la pire dépression de l'ère moderne. Tout était préférable à cet engrenage fatal: en quelques semaines les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et d'autres ont mis en place une intervention sans précédent. Il n'est pas inutile d'en rappeler

**Les banques centrales ont accepté des titres de moindre qualité pour soutenir un volume accru de création monétaire. Cela s'appelle monétiser la dette.**

les mécanismes: recapitaliser les banques et reprendre les actifs les plus douteux, aux frais des Etats, cela revient à socialiser les pertes. Puisqu'il était impensable de faire payer le contribuable, on a creusé de nouveaux gouffres budgétaires. Et enfin, les banques centrales ont accepté des titres de moindre qualité pour soutenir un volume accru de création monétaire, ce qui s'appelle en jargon monétiser la dette.

Tout ce qui précède ne s'applique pas seulement à la politique de la Fed ou au plan TARP. C'est exactement ce qui a été décidé dans l'urgence au petit matin du 10 mai à Bruxelles. Aux mêmes maux, les mêmes remèdes. On a déjà beaucoup écrit sur ce plan, et son application ne sera pas aisée. Mais la question n'est pas de savoir si la solution est bonne ou mauvaise, si grâce à elle, la construction européenne aura fait un pas en avant ou en arrière. Il n'y a tout simplement pas d'alternative viable.

**Limites.** Inutile de gloser sur l'avenir de l'euro. En réalité, personne aujourd'hui

en Europe n'a intérêt à le voir disparaître, et surtout pas l'Allemagne qui perdrait du jour au lendemain sa compétitivité sur son principal marché d'exportation: ses voisins. Alors que faire? «Punir les Grecs»? Autant punir les banques qui leur ont prêté, et ce serait la pire erreur à commettre, une réédition de 1929 à plus petite échelle. Certes, l'austérité imposée aux pays les plus endettés va éprouver leur résistance sociale, mais aucun gouvernement démocratique n'est suicidaire. Dans les autres pays, les restrictions budgétaires trouveront leur limite dans la nécessité de préserver la croissance et l'équilibre social. Enfin, soulignons que personne ne va «payer pour les Grecs», non pas parce que Mme Merkel s'y oppose mais tout simplement parce qu'il n'y a pas de budget fédéral européen. Rapportés à la taille des économies, l'UE contrôle 20, 30 fois moins de fonds que Washington ou que la Berne fédérale. Comment pourrait-elle verser des centaines de milliards? Dans tout le montage du 10 mai, la seule institution qui ait quelque argent, c'est le FMI. On va donc traiter la crise de surendettement en créant de la nouvelle dette.

L'Europe, sans vraiment se l'avouer, a été contrainte d'adopter la même ligne de conduite que les Etats-Unis: rétablir la croissance d'abord, réduire les déficits ensuite. Or la croissance est aujourd'hui le point crucial pour l'évolution de tous les marchés.

Les investisseurs mexicains ou australiens ne se préoccupent pas vraiment si oui ou non les fonctionnaires grecs travaillent moins que les Finlandais. Si Wall Street baisse depuis avril, c'est parce que l'Europe est en panne de croissance et que l'économie mondiale aurait bien besoin de sa contribution.

**Surchauffe.** Tous les indicateurs économiques de ces derniers mois montrent que l'économie américaine a renoué avec la croissance mais ne retrouvera pas tout son potentiel avant six mois au moins. Il n'y aurait là rien d'inquiétant si les pays

# Les pouvoirs publics du monde entier sont incités à créer de nouvelles bulles pour rendre indolore l'éclatement des précédentes.

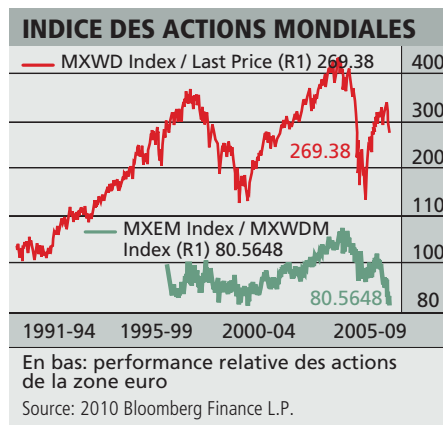


émergents, et notamment le quatuor du BRIC pouvaient continuer de jouer le rôle de locomotive de l'économie mondiale. Mais leur performance a été obtenue au prix d'une relance massive qui a amené la Chine d'abord, puis l'Inde et ensuite le Brésil au seuil de la surchauffe. De nouveaux coups de frein risquent de compromettre le financement des entreprises chinoises, et la bourse de Shanghai a déjà accusé le coup. Le risque d'un ralentissement en Chine obsède les marchés mondiaux, voilà pourquoi, sur l'autre plateau de la balance, un brin de croissance en Europe serait le bienvenu.

Dans les événements d'Athènes, les investisseurs mondiaux ont vu se profiler le risque d'une cure d'austérité en Europe, qui tomberait au plus mauvais moment. Ce pessimisme paraît toutefois exagéré. Dans l'immédiat, il va certes falloir revoir en baisse les prévisions de croissance, mais à un horizon de 6 à 9 mois, les retombées de la crise grecque peuvent s'analyser comme autant de mesures de relance.

En acceptant bon gré mal gré de mutualiser une partie de la dette européenne, l'Allemagne a consenti à une dose supplémentaire de déficit spending dans la zone euro, tandis que la BCE a été instamment priée de se montrer plus accommodante. Il semble d'ailleurs inconcevable, dans le contexte économique et politique, qu'elle relève de sitôt ses taux directeurs. Quoique brutale, la baisse de l'euro n'est pas si forte qu'elle menacerait le pouvoir d'achat, mais elle n'en redonne pas moins un avantage aux exportateurs sur le marché mondial. N'était-ce pas ce qu'ils réclamaient depuis longtemps?

Les facteurs positifs ne se limitent pas à l'Europe. Le repli momentané de la croissance rend en effet moins urgent le resserrement monétaire dans les BRIC, même en Chine. L'Europe est son principal marché d'exportation, et la chute de l'euro équivalait à une très forte appréciation du renminbi. Ce resserrement de facto des conditions monétaires pourrait inciter



Pékin à ralentir l'application des mesures anti-surchauffe. A son tour, cela pourrait reconforter les bourses mondiales, dont la panique de ces derniers mois est partie, rappelons-le, de Shanghai.

A notre avis, seul un début d'embellie sur les perspectives de croissance mondiale pourra apaiser les inquiétudes actuelles. Les marchés semblent trop impatients pour attendre la confirmation du retour en force de l'économie américaine. C'est pourquoi un signe de détente en Chine, paradoxalement dicté par les décisions européennes, serait le bienvenu. Bruxelles via Shanghai: une trajectoire inédite, sauf pour les lecteurs du Lotus bleu.

**Bulle.** Tandis que les actions demeurent sous pression, les obligations jouent le rôle de valeur-refuge. C'est logique, dira-t-on. Pourtant, cette logique ne résiste pas à l'analyse. Partout dans le monde, les déficits budgétaires sont hors de contrôle, et depuis le 10 mai, il est certain que les émissions de la zone euro vont déferler elles aussi sur le marché, s'ajoutant à celles du Trésor américain ou britannique. Qui va absorber ces centaines de milliards d'émissions annuelles? Les investisseurs effrayés par la volatilité des actions, certes, mais aussi et surtout les fonds souverains, qui ne savent plus comment placer leurs

excédents, et les banques centrales, selon les mécanismes discutés plus haut. Sur les marchés obligataires mondiaux, l'offre de titres connaît une croissance explosive, mais les optimistes comptent sur une expansion parallèle de la demande pour éviter l'effondrement des cours: n'est-ce pas là la définition même d'une bulle financière? En comparaison des pouvoirs publics, certains émetteurs privés sont devenus des modèles de vertu, mais leurs obligations sont aujourd'hui très chères. Pour obtenir une rémunération supérieure, l'investisseur devrait aller chercher des titres de qualité discutable: trop de risque pour un maigre supplément de rendement.

**Faibles.** La chute de l'euro ces dernières semaines a inspiré les commentaires les plus débridés. Mais par définition, les taux de change reflètent des qualités relatives, et l'euro, même aujourd'hui, n'est probablement pas beaucoup plus fragile que le dollar. Cela dit, la politique de relance qui vient d'être adoptée n'est pas très diffé-

**Seul un début d'embellie sur les perspectives de croissance mondiale pourra apaiser les inquiétudes actuelles.**

rente de celle que les Etats-Unis, pour ne citer qu'eux, appliquent depuis deux ans: des deux côtés de l'Atlantique, on mutualise les dettes et les banques centrales en monétisent une partie. Cette politique conduit à déprécier le dollar comme l'euro, et d'autres devises encore. Elle entretient la volatilité des taux de change entre celles-ci, et explique aussi en grande partie la hausse presque ininterrompue de l'or.

Ce que le marché de l'or nous indique, c'est que les pouvoirs publics du monde entier, bon gré mal gré, sont en passe de créer de nouvelles bulles pour rendre indolore l'éclatement des précédentes. Tant que les capacités de production restent



sous-utilisées, tant que le sous-emploi persiste, cet excès de liquidités créera peu d'inflation. Mais il ne restera pas éternellement inutilisé dans les bilans bancaires. Inéluctablement, la liquidité excédentaire finira par se canaliser vers certains actifs et en gonflera le prix. Où donc apparaîtra la prochaine bulle? Après les obligations, on décèle des signes d'exubérance sur les matières premières, les métaux notamment, en dépit de la correction récente.

**Surévaluation.** Les actions, en revanche, paraissent loin d'être surévaluées, ni à leur niveau de mars dernier, ni a fortiori aujourd'hui. Les multiples des grandes valeurs américaines ou européennes (hors financières) sont dans l'ensemble proches des moyennes historiques et les primes de risque donnent nettement l'avantage aux actions sur les obligations. Ces mêmes valeurs affichent pour la plupart des taux d'endettement en baisse par rapport à la décennie précédente. Elles ont renoué avec la croissance bénéficiaire, grâce surtout à la réduction des coûts. Malgré les perspectives mitigées pour l'économie mondiale, la capacité bénéficiaire de la plupart des grandes valeurs ne va pas cesser de s'améliorer. Or elle n'est pas vraiment reflétée dans les valorisations. Toute embellie conjoncturelle, outre son effet psychologique immédiat, justifierait des révisions en hausse.

Si de surcroît la vague de liquidités décrite plus haut devait se porter sur les actions, l'expansion des multiples serait considérable. A ce stade, certains parleront de bulle, mais à notre sens les indices auront du chemin à parcourir avant d'atteindre des zones de surévaluation. Plutôt qu'une bulle de savon, la liquidité créée par la relance ajouterait du pétillant à des fondamentaux attrayants – du champagne en quelque sorte. L'heure n'est pas à l'euphorie, c'est le moins que l'on puisse dire. Pourtant, le retour de la croissance, même au prix d'une relance massive, favorisera les actions plus que toute autre classe d'actifs. ///