

# Document

## Le retour de la bulle spéculative (28.11)

**Lexpress.fr – 26.11.09**

Un an à peine après l'effondrement des marchés financiers, plusieurs poches spéculatives sont déjà en train de se reformer. Certains économistes s'alarment d'un remake alimenté par l'excès de capitaux en circulation.

C'était il y a un an à peine : les investisseurs paniqués par la débâcle financière retiraient comme un seul homme leurs actifs de tous les marchés un tant soit peu risqués. N'était-ce là qu'un mauvais rêve ? Depuis, la conjoncture s'est améliorée, l'appétit pour le risque est revenu, et l'euphorie d'avant crise ne paraît déjà plus si loin. Aujourd'hui, tout monte : depuis le début de l'année, les marchés boursiers des pays émergents ont pris 95 %, le pétrole 120 %, tandis que le cours de l'or atteint des niveaux record !

Serait-ce déjà le retour de la bulle ? C'est le désormais célèbre économiste américain Nouriel Roubini, professeur à l'université de New York, qui a mis les pieds dans le plat, dans un article paru, le 1er novembre, dans le Financial Times : "Nous assistons au gonflement de la plus grande bulle de l'Histoire", écrit-il, prophétisant "la plus grande explosion que l'on ait jamais vue". Et comme le "Dr Catastrophe" - son surnom - avait prédit avec la plus grande précision l'enchaînement diabolique des subprimes, tout le monde se remet à trembler...

Le retour sur les marchés de "l'exubérance irrationnelle", comme la qualifiait en son temps l'ex-patron de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, n'a en fait rien de très surprenant. Pour réanimer la croissance mondiale, les Etats ont déversé des milliards de dollars sur l'économie - alimentant d'ailleurs au passage une autre bulle géante, celle des emprunts d'Etat. Quant aux Banques centrales, elles ont largué des flots de cash sur le système financier, via l'injection de liquidités et la baisse de leurs taux d'intérêt. "A présent, la liquidité croît encore plus vite qu'avant la crise, constate Patrick Artus, patron des études économiques chez Natixis. Elle augmente de 30 % par an, contre 15 % entre 1990 et 2007."

Que faire de tout cet argent ? L'économie mondiale étant à peu près stabilisée, banques, hedge funds et autres fonds de pension retournent en masse sur les marchés. Un mouvement spéculatif encore renforcé par la baisse du dollar, via le carry-trade : ce dispositif consiste à emprunter dans une devise à faible taux d'intérêt (en l'occurrence le dollar), pour réinvestir dans des actifs libellés dans une monnaie plus rémunératrice. Selon les calculs de Roubini, les investisseurs peuvent ainsi gagner de l'argent sur des actifs qui ne sont pas intrinsèquement rentables !

La mécanique fatale est en place. Le scénario tragique de la crise financière - gonflement de la bulle, puis explosion dévastatrice - est-il voué à se reproduire inexorablement ? "Tous les marchés haussiers ne sont pas des bulles, nuance Sebastian Paris-Horwitz, directeur de la stratégie chez Axa IM. Pour cela, il faut deux éléments qui ne me semblent pas encore entièrement réunis : une grave déconnexion entre le prix du bien sur le marché et sa valeur réelle, et l'installation d'un sentiment d'euphorie autour du marché concerné." On pourrait ajouter un troisième ingrédient indispensable : une bonne histoire, qui justifie que l'impossible - que les arbres montent jusqu'au ciel - puisse soudain devenir crédible. Le mot d'ordre, comme l'ont justement noté les économistes Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart, est toujours le même : "Cette fois-ci, c'est différent !" Le boom des valeurs technologiques à la fin du siècle dernier ? Logique, puisque la nouvelle économie suscitait des gains de productivité qui permettaient d'entrer dans une ère de croissance indéfinie. L'envolée des prix de l'immobilier entre 2000 et 2007 ? Justifiée par la démocratisation du crédit, via les techniques financières innovantes (titrisation...), qui noyaient le risque dans la sophistication mathématique. Autant de théories séduisantes, qui, dans l'euphorie générale, avaient fini par convaincre les esprits les plus aiguisés.

Ces petites musiques hypnotiques commencent à nouveau à se faire entendre. L'explosion des Bourses émergentes ? On appelle à la rescousse la théorie du découplage, selon laquelle les économies de ces pays

sont de moins en moins corrélées à celles des pays développés, et continuent à croître malgré l'inéluctable stagnation de l'Occident. La flambée des matières premières ? La simple conséquence de l'écart croissant entre les besoins mondiaux et des capacités de production de plus en plus limitées. Déjà, en mai 2008, les analystes de Goldman Sachs prévoyaient que le prix du baril de pétrole, alors à 120 dollars, grimperait à moyen terme jusqu'à 200. Six mois plus tard, il cotait moins de 40... mais les plus malins avaient déjà vendu depuis longtemps.

Car profiter pleinement d'une bulle est un exercice délicat : seuls les mieux informés sont à même de sentir le moment où la spéculation risque de retomber. "Lorsque vous faites ce type d'analyse à un moment donné, décrypte le trader d'une grande banque américaine, il est évident que vous n'allez pas partager l'info avec la terre entière."

Comme toutes celles qui les ont précédées, les bulles actuellement en formation finiront un jour ou l'autre par exploser. Reste à savoir quand, et avec quelles conséquences. Même dans le clan des pessimistes, tout le monde ne partage pas le catastrophisme de Roubini. "Les bulles actuelles restent localisées, analyse Patrick Artus. Il ne peut donc pas y avoir de mécanisme de contagion semblable à ce que l'on a connu avec les subprimes." Quant à Frederic Mishkin, ancien gouverneur de la Réserve fédérale américaine, il distingue les "bulles de crédit", d'autant plus dévastatrices qu'elles occasionnent des crises bancaires et laissent des millions de personnes surendettées, et les "bulles d'exubérance irrationnelle", plus bénignes, puisqu'elles se traduisent "seulement" par des pertes de patrimoine pour les investisseurs.

Pour beaucoup, les pompiers de l'économie mondiale, à commencer par les banques centrales, n'en sont pas moins en train de jouer avec le feu. Comment éviter de nouveaux dégâts ? "Les banques centrales vont devoir retirer progressivement de la liquidité sans casser la croissance, analyse Karine Berger, directrice des études économiques chez Euler Hermes Sfac. Ce sera la question centrale de 2010." Au-delà, c'est le rôle de ces autorités, aujourd'hui principalement concentrées sur la surveillance de l'inflation, qui est à repenser. "L'afflux de capitaux ne crée plus des hausses de prix à la consommation comme autrefois, insiste Artus, mais plutôt des bulles d'actifs et de crédit. Il faudrait donc que les grands argentiers se penchent sérieusement sur ces dérives." S'ils commencent à s'en émouvoir, il est clair en effet que la hausse de la Bourse de São Paulo, ou la flambée du prix du cacao ivoirien, n'est pas, pour l'heure, leur préoccupation première.

Enfin, l'excès de cash en circulation est surtout le produit des déséquilibres structurels de l'économie mondiale : des pays bénéficiant d'excédents commerciaux, comme la Chine, inondent la planète (à commencer par les Etats-Unis), de leur surplus d'épargne. "Avant que ces problèmes de fond ne se résorbent, cela prendra forcément beaucoup de temps", analyse Karine Berger. D'ici là, les bulles ont un bel avenir devant elles. Santé !