

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment
Intelligence

*Un mini-boom
inflationniste soutiendra
les profits de certains
secteurs*

*Des signes de bulle sont
observables dans de
nombreux aspects du
marché d'actions*

Toutes les bulles financières ne se ressemblent pas

Prévoir le gonflement et l'éclatement des bulles financières est une tâche difficile, que certains considèrent même comme impossible. En fait, les bulles peuvent persister longtemps et ne nous apparaissent vraiment que lorsqu'elles éclatent. Se prémunir des bulles trop tôt peut entraîner une allocation sous-optimale. Il existe cependant des signes d'exubérance du marché, notamment dans le secteur des valeurs technologiques. Les valorisations élevées se justifient à la fois par des anticipations de croissance soutenue mais surtout par des taux de d'actualisation extrêmement faibles, dont la normalisation pourrait déclencher l'éclatement de la bulle. Bien qu'elles soient une source importante de risque pour les investisseurs, l'histoire montre que toutes les bulles n'ont pas le même impact sur l'économie.

Les cycles sur les segments des marchés financiers (actions, immobilier ou crédit) jouent un rôle important dans la formation des phases de récession et de reprise. La reprise actuelle est à peine amorcée que **la croissance pourrait surprendre à la hausse à court terme**. Aux États-Unis, le plan de relance budgétaire de 1 900 milliards de dollars (9 % du PIB) du président Biden fait craindre une surchauffe au second semestre 2021. En Chine, le PIB pourrait progresser de 9 % cette année. L'Europe devrait elle aussi bénéficier de deux années consécutives de forte croissance. L'inflation devrait également augmenter, en particulier aux États-Unis. Bien que de courte durée selon nous, un mini-boom de l'inflation devrait également doper les prévisions de bénéfices des entreprises et la confiance des investisseurs. **La forte dynamique des marchés d'actions pourrait donc se poursuivre pendant un certain temps, soutenue par une croissance nominale solide.**

La caractéristique la plus frappante de ce nouveau cycle est le niveau d'endettement. Après le début de la crise du Covid-19, la dette privée et publique a dépassé les plus hauts historiques atteints à la fin de la Seconde Guerre mondiale. Une croissance plus élevée du PIB nominal pourrait soutenir les détenteurs d'emprunts, mais devrait dans le même temps entraîner une hausse des taux d'intérêt à long terme. Elle pourrait également pousser les banques centrales, et la Réserve fédérale en particulier, à retirer leurs politiques monétaires accommodantes. Toutefois, comme nous l'avons affirmé dans notre publication du mois dernier (« Taper or not taper »), il est peu probable que la Fed stabilise son bilan et relève les taux

directeurs tant que l'économie ne sera pas clairement engagée sur la bonne voie : le retour au plein-emploi prendra beaucoup plus de temps que le retour aux niveaux de PIB d'avant la crise. La morosité du marché de l'emploi devrait empêcher tout rebond des salaires (la courbe de Phillips est plate) et, dans tous les cas, la Fed a adopté une nouvelle stratégie (objectif d'inflation moyenne) lui permettant d'attendre de voir si l'inflation surprend à la hausse.

Enfin, **le maintien des rendements obligataires bien en dessous de la croissance potentielle du PIB nominal est une condition préalable à la soutenabilité de la dette publique.**

L'une des conséquences possibles de cette reprise inhabituelle, dans laquelle le bilan des banques centrales devrait continuer de croître même si la croissance s'accélère, est donc une bulle des prix des **actifs**, à commencer par **ceux dont la valorisation est très sensible aux bénéfices à venir dans un futur lointain.**

Les signes d'une bulle

Les valorisations des valeurs de technologie ont grimpé en flèche depuis le milieu de l'année dernière, et le comportement des investisseurs semble de plus en plus incompatible avec des approches d'investissement raisonnables, à moins que le cadre décrit précédemment ne dure encore longtemps. Des signes de bulle sont observables dans de nombreux aspects du marché d'actions. Les investisseurs particuliers qui négocient activement des options à la hausse, la capitalisation boursière toujours croissante d'un nombre limité d'actions, ainsi que les flux d'introductions en bourse sont

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

L'histoire montre que les bulles peuvent avoir un impact différent sur l'économie

autant de signes d'une bulle dans le secteur numérique. Des valorisations historiquement gonflées amènent les analystes optimistes à modifier leurs méthodes d'évaluation¹. Le contexte fondamental est quant à lui bien réel : nous assistons en effet à une nouvelle phase de la révolution numérique, exacerbée par les restrictions imposées à la mobilité et aux interactions humaines. Mais l'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas amène visiblement les valorisations à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la bulle technologique des années 2000.

Une étincelle presque impossible à prévoir

Les bulles financières sont difficiles à prévoir car ce sont des concepts *ex post*. Celle-ci pourrait durer encore quelques années, et l'histoire montre que l'exubérance du marché peut persister sur une longue période. Le célèbre discours prononcé par Alan Greenspan date de 1996 et la bulle Internet a mis 4 ans avant d'éclater. Dans un contexte caractérisé par un excès d'épargne par rapport aux investissements, les taux d'intérêt peuvent rester très bas pendant plusieurs années tandis que la transition numérique s'accélère. À terme, l'endettement élevé pourrait peser sur la demande intérieure, le boom de l'inflation pourrait ne durer que quelques trimestres, tandis que les dispositifs de relance budgétaire pourraient tout aussi bien s'avérer de courte durée. Ceux-ci soutiendraient les bulles des prix des actifs dans les secteurs à croissance durable, tels que l'écologie et le numérique. Comme ces conditions pourraient s'inscrire dans la durée, il est difficile de prévoir quelle sera l'étincelle qui déclenchera l'explosion, et donc probablement sous-optimal d'alléger ses expositions trop tôt.

Toutes les bulles n'ont pas le même impact sur l'économie

Il se peut que nous ne soyons pas en mesure de déterminer à quel stade de l'évolution de la bulle nous sommes², et encore moins quand elle pourrait éclater. Mais nous pouvons toujours émettre des hypothèses quant à ses répercussions sur les marchés financiers et l'économie en fonction de sa nature. L'histoire montre que les bulles peuvent avoir un impact différent sur l'économie une fois qu'elles ont éclaté, quelle que soit l'ampleur du choc financier initial. **En effet, la bulle immobilière au Japon dans les années quatre-vingt-dix, la bulle du crédit asiatique en 1997 et la bulle des subprimes en 2008 ont eu un impact bien plus significatif que la bulle Internet des années 2000 ou l'éclatement de la bulle financière chinoise en 2015.**

Bien que chaque situation soit différente et qu'il ne soit pas possible d'établir des catégories bien tranchées, les bulles peuvent être réparties en deux groupes : les bulles liées aux actions et les bulles liées au crédit.

- Les bulles d'actions sont basées sur un excès de capitaux entrants vers les actions ou titres équivalents. Elles ont un impact principalement sur les ménages les plus aisés et les entreprises à croissance rapide, mais peu d'incidence sur la grande majorité des ménages³ et les secteurs hors bulle spéculative. Par ailleurs, elles peuvent être perçues comme un excès d'épargne lié à un excès d'optimisme et à un surinvestissement dans les innovations malgré une rentabilité qui reste encore à prouver. Par conséquent, lorsque la bulle éclate, il s'agit surtout d'une perte d'opportunité pour l'avenir.

¹ « L'exubérance irrationnelle est la base psychologique d'une bulle spéculative. Je définis une bulle spéculative comme une situation où des nouvelles sur une hausse des prix stimulent l'enthousiasme des investisseurs. Cet enthousiasme se propage alors par contagion psychologique d'une personne à l'autre et amplifie les rumeurs qui pourraient justifier les hausses de prix. Ceci attire des classes de plus en plus importantes d'investisseurs qui malgré leurs doutes quant à la valeur réelle de l'investissement, sont envieux du succès des autres d'une part et séduits par l'excitation liée au jeu d'autre part. » Shiller, Robert J., *Irrational Exuberance*, mars 2000, Princeton University Press.

² Cf. *Les cinq étapes de l'évolution d'une bulle d'actifs financiers décrites par Hyman P. Minsky, Stabiliser une économie instable* (1986)

³ Alors qu'une majorité d'Américains possède plus ou moins d'investissements sur les marchés boursiers par le biais de leurs comptes de retraite, on estime que 84 % de l'ensemble des actions détenues aux États-Unis appartiennent aux 10 % les plus riches. Cf. *Household wealth trends in the US, 1962 to 2016: has middle class wealth recovered?*, E. Wolff, NBER WP (2017).

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

- Les bulles de crédit sont également dues à un excès de liquidités, mais le moteur de la croissance porte ici sur l'excès d'endettement sur les actifs corporels. Ce phénomène repose sur un optimisme excessif et un surinvestissement dans la valeur des actifs réels ayant un usage et une utilité économiques. Ces bulles ont tendance à se propager à un large éventail d'agents économiques, y compris les ménages à faibles revenus. Leur éclatement génère une perte de valeur économique présente et non future. Par définition, ces bulles comportent un élément de levier financier qui se diffuse au secteur bancaire.

Les implications à très court terme des deux groupes de bulles sont globalement similaires (krach boursier et ventes paniques, faillites et récession économique), **mais l'impact économique de moyen terme est très différent.** En effet, la bulle d'actions réduira principalement l'excès d'épargne des personnes aisés et restera dans la sphère financière avec peu d'impact sur l'économie réelle, tandis que la bulle de crédit pénalisera les classes moyennes et de nombreux segments de l'économie. De plus, le capital peut être rééquilibré vers d'autres secteurs ou thèmes, ou simplement épargné pendant un certain temps après un krach boursier. L'impact sur la croissance est temporaire. Les bulles Internet de 2000 ou chinoise de 2015 ont été suivies de plusieurs années de croissance économique solide malgré d'importantes pertes au niveau des portefeuilles⁴, sans compter que certains segments des marchés d'actions ont résisté au krach. En revanche, une spéculation axée sur le crédit et marquée par un endettement excessif entraîne des capitaux propres négatifs, une déflation par la dette et donc un retrait des capitaux disponibles de l'économie, ce qui a un **impact profond et durable sur la croissance potentielle.**

Les banques centrales devraient tenter de contenir le krach

La situation actuelle pourrait être un mélange de bulle d'actions et de crédit ; les implications pourraient donc ne pas être aussi simples que nous venons de les décrire. Toutefois, **certains signes semblent indiquer qu'il s'agit probablement d'une bulle de type actions**, du moins pour l'instant. La réponse des pouvoirs publics peut également venir modifier le processus en lui-même. L'éclatement d'une bulle d'actions qui reste cantonnée à la sphère financière, avec des conséquences limitées pour le système bancaire par exemple, ne devrait théoriquement pas déclencher d'intervention d'urgence de la part des banques centrales. En fait, elle pourrait être perçue comme le dommage collatéral d'une politique monétaire accommodante prolongée. Cependant, si ce choc devait avoir des répercussions plus étendues sur l'économie, jusqu'à affecter les ménages, les entreprises, puis les banques et enfin les États, les banques centrales s'efforceraient de le contenir. Les États endettés n'utiliseront pas l'argent des contribuables pour protéger les spéculateurs. Mais si cela se transforme en risque systémique, ils n'auront plus le choix. La hausse des *spreads* de crédit, associée au repli des marchés d'actions, pourrait alors déclencher une « récession par les bilans ».

On peut donc en déduire que les responsables politiques devraient suivre attentivement l'explosion ou éclatement de ce qui ressemble à une bulle d'actions, et agir de manière préventive pour éviter que la situation ne devienne ingérable. **Les conséquences en termes d'investissement sont un rééquilibrage progressif du secteur technologique hautement valorisé vers d'autres segments dans la phase actuelle, et un positionnement à contre-courant pendant toute la durée du « feu d'artifice ».**

Achévé de rédiger le 25 février 2021

⁴ Il faut cependant noter que le PIB réel des États-Unis n'a pas enregistré un seul repli en glissement annuel après l'éclatement de la bulle Internet ! (sur une base trimestrielle, le PIB réel n'a que légèrement diminué aux premier et troisième trimestres 2001)

Les bulles liées aux actions ont un impact temporaire sur la croissance

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Nora Carol Photography

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche
Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste, Marchés émergents

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégiste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoît, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier