

# Wall Street vit-elle dans sa bulle ?



**FINANCE** Le danger n'est pas là où l'on croit...

- ▶ Alors que la Bourse américaine vole de record en record, on pourrait penser qu'une bulle spéculative est en train d'enfler sur les marchés d'actions.
- ▶ Erreur de perspective : c'est le niveau anormalement bas des taux d'intérêt qui pose problème.

Depuis l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis, la Bourse américaine va de record en record. Le dernier en date a été acté le 8 août, quand l'indice S&P 500 - qui regroupe les 500 plus grandes entreprises cotées à Wall Street - a clôturé à 2.480,91 points. Sans doute l'indice s'est-il quelque peu replié depuis lors (notamment en raison des tensions entre les Etats-Unis et la Corée du Nord) mais la tendance reste, selon la plupart des analystes, à la hausse, soutenue notamment par les « Faang » - Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Alphabet (Google) et, de manière plus générale, par les excellents résultats des entreprises américaines.

En Europe, les marchés d'actions avaient également entamé l'année en fanfare, dopés par le secteur financier, les entreprises technologiques et les « utilities » (les entreprises de services aux collectivités, actives, par exemple, dans la production et/ou la distribution d'eau, de gaz et d'électricité). Et si les Bourses européennes se sont tassées depuis le mois de mai, les analystes mettent toujours sur la poursuite de la tendance haussière.

## Les actions, chères ?

Sur une longue période, la Bourse américaine sort gagnante. Si les marchés européens, à l'exception de Londres, n'ont pas encore digéré la crise financière, Wall Street a en effet largement dépassé (et depuis longtemps) son sommet de l'été 2007, malgré une reprise économique « poussive » au regard de l'expérience historique depuis la Seconde Guerre mondiale.

Dix ans après les premiers soubresauts de la crise financière, on peut donc se demander si les marchés d'actions américains ne connaissent pas une nouvelle « bulle » - comprenez : une si-

tuation où les cours atteignent des niveaux excessifs par rapport à la valeur réelle des entreprises. La question est importante, même pour qui ne possède aucune action, car l'éclatement d'une bulle a généralement des conséquences négatives sur l'économie réelle, la croissance et l'emploi. Nous l'avons posée à Etienne de Callatay, économiste, chargé de cours à l'Université de Namur et cofondateur d'Orcadia, une société de gestion de patrimoine basée au Luxembourg, ainsi qu'à Bruno Colmant, Head of Macro Research à la Banque Degroof Petercam.

« En un mot, la réponse est "non", assure Etienne de Callatay, malgré les apparences. » Pour comprendre son raisonnement, on se reportera à l'infographie ci-contre - et d'abord au graphique du dessus. En vert, le rapport cours/bénéfices, dans la version développée par Robert Shiller, professeur à Yale et Nobel d'économie 2013, compare les cours aux bénéfices des dix années précédentes. S'il est élevé, les actions sont chères ; et vice versa. Or, cet indicateur n'a atteint (et dépassé) son niveau actuel qu'à deux reprises au cours des 140 dernières années : au début de l'automne 1929, juste avant le krach d'octobre, et à la fin des années 1990, au plus fort de la bulle des actions technologiques, qui a éclaté en 2000. On aurait donc de bonnes raisons de penser qu'une nouvelle bulle boursière s'est formée aux Etats-Unis. Ce serait aller un peu vite en besogne...

## Des taux trop bas ?

« Un autre paramètre est également déterminant pour évaluer la cherté de la Bourse : les taux d'intérêt - autrement dit : ce que rapportent les obligations, l'autre grande catégorie d'actifs financiers offerte aux investisseurs. » Or, comme le montre la courbe rouge, les taux d'intérêt à long terme sont au plancher. De sorte

que la « prime de risque », qui mesure le supplément de rendement offert par une action (plus risquée) relativement à une obligation (moins risquée), est toujours positive - et « à un niveau moyen » au regard de l'expérience historique.

En Europe, où les taux longs sont encore plus bas qu'aux Etats-Unis, les actions restent même « attractives », poursuit Etienne de Callatay. Comme on peut le voir dans le graphique du dessous, la prime de risque, calculée par Orcadia, est nettement supérieure à sa moyenne de long terme.

Mais attention : cela ne signifie pas que tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes. Car il y a bien quelque chose d'anormal dans la situation actuelle, c'est le niveau des taux d'intérêt. « L'environnement économique et financier reste fragile. Tant que les taux resteront bas - et donc que les obligations resteront très "chères" - la Bourse sera bien orientée. En revanche, si les taux devaient remonter brusquement, la Bourse en ferait les frais. »

## Bulle obligataire ?

Bruno Colmant partage l'analyse d'Etienne de Callatay. « Le véritable risque pour les marchés est que les banques centrales resserrent la politique monétaire trop rapidement, renchérit l'économiste de la Banque Degroof Petercam. Par leur politique d'achat massif d'actifs financiers, elles ont fait baisser les taux d'intérêt. Et tout l'enjeu, pour elles, est d'en sortir sans provoquer un envol des taux. Le problème est d'ailleurs plus aigu pour la Banque centrale européenne (BCE), dont la politique a certes permis de désamorcer la crise de la zone euro, mais sans que les problèmes de fond ne soient résolus », explique-t-il, pointant notamment le maillon faible italien, qui cumule une dette publique élevée et un secteur bancaire fra-

## Une « bulle » boursière aux Etats-Unis ?



## Les actions européennes restent attractives



gile.

La bulle serait-elle alors obligataire ? C'est l'avis d'Alan Greenspan, l'ancien président de la Réserve fédérale. « Quel que soit le critère retenu, les taux d'intérêt à long terme sont beaucoup trop faibles et, partant, insoutenable. Quand ils remonteront, la hausse sera probablement assez rapide. Nous faisons l'expérience d'une bulle non pas sur les marchés d'actions mais sur les marchés obligataires. Cela n'est pas pris en compte par les mar-

chés », déclarait-il tout récemment sur Bloomberg.

Si Etienne de Callatay et Bruno Colmant préfèrent éviter le terme de « bulle », dans la mesure où l'évolution du marché obligataire a été pilotée par les banques centrales, c'est une question de définition. Car ils jugent également que la situation sur le front des taux d'intérêt est « anormale et appelée à se corriger ». En espérant que la correction ne soit pas trop violente... ■

**DOMINIQUE BERNIS**