

Les bulles flottent mais on perçoit un préambule de transmission

La tendance à l'accélération de l'inflation dans le monde global (aussi bien en Core qu'en Headline) indique que l'on atteint certaines limites.

BRUNO BERTEZ

Il va sans dire que le présent article ne constitue pas une tentative d'anticiper la tendance du marché des actifs financiers, mais cela va encore mieux en le disant clairement. Ce n'est qu'en incidente que nous relevons la tendance à l'accélération de l'inflation globale, suggérant que l'on a, peut-être, touché certaines limites dans l'utilisation des politiques magiques, dites non-conventionnelles. La récente intervention du Vice-Président de la Fed va dans le même sens. En effet, il dit, en langage codé, en Fed-Speak, que la reprise économique est décevante et que, peut-être, il faut considérer que le potentiel de croissance à long terme de l'économie globale est durablement réduit. Qu'est-ce que cela veut dire, si ce n'est qu'il veut suggérer que ce n'est pas la peine de continuer à forcer les stimulations, cela ne sert à rien, et tout ce que cela peut faire, c'est produire de l'inflation. C'est une autre façon d'introduire cette notion de limite.

Notre réflexion cherche à mettre un peu d'ordre dans la question complexe et souvent négligée des évaluations. Nous affirmons que la valorisation est une question centrale, déterminante, pour la rentabilité d'un investissement, nous affirmons également que, sous cet aspect, les théories anciennes, fondamentalistes, de l'analyse financière sont à la fois toujours valables, mais insuffisantes. Pour prendre une comparaison simpliste: la modernité de l'avion n'infirmes pas les lois de la pesanteur, elle conduit à raisonner autrement.

Les théories anciennes, dites fondamentalistes, ne prennent pas en compte ce que nous appelons l'unification du champ des actifs financiers, c'est à dire le fait que, depuis 1971, la monnaie a changé de nature, elle a cessé d'être un reflet. Une cristallisation de valeur. Le dollar n'est plus du travail américain, présent ou à venir, cristallisé. Et ceci a modifié également la nature des actifs financiers. La monnaie, par le mécanisme central du levier/carry, fabrique la Valeur moderne. Elle fabrique même ce qui était auparavant une résultante de l'épargne et du profit, le Capital. Cela se voit clairement dans les aberrations/perversions cristallisées que sont les mécaniques des IPO, M&A, du Private Equity et des Buy Backs. Ces mécaniques gonflent et donc fabriquent du Capital.

Acheter un actif financier, c'est arbitrer une créance sur le système bancaire au sens large (Banque Centrale, Banque Commerciale, Trésor Public) contre une créance ou une promesse de cash-flow sur autre chose, sur une autre entité. S'il n'y a pas de limite à l'émission de créances sur le système bancaire et si le prix de l'«argent» est déconnecté de tous liens, si tout cela flotte dans les airs, «out of thin air», alors rien d'étonnant si le prix exprimé en «argent» des actifs flotte également dans les airs,

donne l'impression de faire bulle. Quel que soit le niveau des indices, nous soutenons l'idée que c'est structurellement que, dans le monde actuel, les actifs font bulle, au sens de «flottent dans les airs». Le réel, l'information, le savoir sur le réel, c'est une règle du jeu tierce, qui gouverne la répartition des gains entre les joueurs participants, ce n'est plus le réel qui produit, organiquement, la masse des gains. On le touche du doigt, on le voit, dans les exemples aberrants que nous avons cités plus haut, des IPO, des M&A, etc. On conserve ou fait semblant de conserver les règles du jeu branchées sur le réel, mais c'est parce que le Smart Money maîtrise ces règles et qu'elles lui permettent d'écarter les gains. Il a intérêt à faire semblant d'y croire, mais il ne s'agit que de martingales qui gouvernent l'affactation. Le montant global des lots est déterminé par l'input injecté par les Maîtres de la manne monétaire, et la règle du jeu, la théorie des marchés efficaces, les modèles qui en découlent, tout cela constitue la logique du tirage de la loterie, avec une attribution des lots biaisée, connivente. Ceux qui gagnent, ce sont les comparses du bonneteau, les autres sont les gogos que l'on attire. Plus exactement, comme disent les conservateurs américains, ceux qui gagnent, c'est la classe «crony».

La monnaie moderne n'est ni travail cristallisé, ni valeur cristallisée. Pas plus valeur d'usage que valeur d'échange, c'est autre chose. C'est l'opérateur du système, qui, certes, sert encore aux échanges, sert encore à la mesure de valeur, sert encore à la transmission et à la conservation de valeur, mais c'est autre chose en plus, et qui n'est ni défini, ni théorisé. Ce quelque chose est plutôt de l'ordre du... non-usage. C'est parce que le système sait qu'il peut compter sur les réserves oisives du système bancaire -monnaie neutralisée- et sur la promesse de création infinie de liquidités par les Banques Centrales, et sur le mythe du pouvoir de taxation sans limite des Etats, qu'il tourne. Bref, il tourne parce que la monnaie n'accomplit pas sa ou ses fonctions traditionnelles, mais qu'elle accomplit une, ou des autres fonctions non explicitées. Et cela ne marche que parce que c'est un secret, «Le Grand Secret». Ce qui structure et hiérarchise les sociétés, ce n'est pas le Savoir, c'est le Non-dit, ce qui est Non-su, ce qui est de l'ordre du Mystère, de l'Enfoui. Les élites, ce sont ceux qui gèrent les Mystères de la société.

On peut compter sur cette monnaie, un peu comme sur une assurance, mais, en même temps, on ne peut compter dessus que si elle ne sert pas, si elle n'est pas sollicitée. Il y a une profonde unité entre cet aspect de la fonction de la monnaie et les autres mythes complémentaires du système, ceux du dynamic hedging, de l'assurance dynamique sans réserve, et celui des dérivés. Ce sont des assurances, en quelque sorte, qui ne

valent que si on ne s'en sert pas: on l'a vu en 2009. Quand elles auraient dû jouer, tout a menacé de s'effondrer. Car si la monnaie était sollicitée et partait à la recherche de son usage concret, elle produirait de l'inflation, c'est à dire qu'elle se détruirait. La monnaie moderne qui partirait à la recherche de sa fonction, de ses fonctions traditionnelles, brûlerait. La limite de la modernité monétaire, c'est là qu'on la trouve, dans le paradoxe d'une liquidité promise comme infinie, mais qui, en même temps, ne produit pas l'anticipation de son usage. On comprend mieux, vu sous cet angle, l'importance centrale du discours des Maîtres sur la maîtrise des anticipations inflationnistes. La gestion monétaire moderne est une oscillation, un balancement entre la promesse de l'infini et la réaffirmation de la rareté. Il faut vraiment être un grand prêtre pour gérer ces Mystères qui sont en dernière analyse l'affirmation que l'impossible est possible. Ce nous exprimons vulgairement nous, pauvre profane, en disant: «pour réussir à faire prendre des vessies pour des lanternes». Autre forme plus accessible de cette affirmation, la répétition incessante, depuis des mois, que les taux longs resteront durablement bas; soit qu'il n'existe pas de taux d'intérêt naturel, soit que le taux naturel a durablement et pour l'éternité été abaissé.

Nous sommes dans la pure dialectique: pour avoir une fonction positive, la monnaie moderne doit nier sa fonction historique, ne pas être utilisée, être en réserve, être morte, mais potentiellement res-

cussi (stable). Elle doit pouvoir exister sans produire d'anticipation inflationniste! Elle doit être une ombre projetée, séparée, d'un corps toujours rejeté à plus tard. Elle doit servir à payer quelquefois, mais à condition que ceux qui la reçoivent ne s'en servent pas, comme les Chinois par exemple, à condition qu'ils en neutralisent l'existence en achetant des Treasuries, c'est à dire qu'ils transfèrent un actif à maturité zéro en un actif à maturité 10 ans, 30 ans, maturité perpétuelle en pratique. Ainsi, le Système vient de pouvoir jouer les prolongations malgré le Taper, parce que les Chinois, par un accord secret, ont accepté d'augmenter la masse de leurs achats de Treasuries depuis le début 2014.

La tendance très nette, incontestable, à l'accélération de l'inflation dans le monde global, aussi bien en «Core» qu'en «Headline», indique cependant que l'on atteint certaines limites. Il y a un incontestable début de ce que l'on peut appeler «transmission». On a touché le plus bas de «Core» CPI globaux lissés en moyenne mobile de 3 mois courant 2013 autour des 1,5% et on est dans la zone des 2,5, voire 3% maintenant. Ce qui est remarquable, c'est que cette inflation est produite alors que l'activité globale est faible, alors que la demande reste très inférieure aux potentiels de production de biens et services. Nous soutenons l'idée que l'inflation que nous connaissons, à notre avis, vous le savez, à partir de 2017, sera une inflation mystérieuse, non réductible aux analyses classiques. Tout comme les phénomènes qui lui

auront donné naissance. En un mot comme en cent, l'inflation du prix des actifs que l'on connaît depuis 5 ans va, par une sombre alchimie, se transmettre aux prix des biens et services et ce, de façon non conventionnelle. Finalement, ce que nous voulons tenter de faire comprendre, c'est que «faire bulle», ce n'est pas tant être surévalué, que flotter librement dans les airs, ne pas être soumis à la pesanteur. Voilà ce que beaucoup d'analystes des bulles ne comprennent pas. La question des bulles, ce n'est pas une question qui a à voir avec la Valeur, c'est une question qui a à voir avec la pesanteur, avec la déconnexion. Le flottement. C'est, selon nous, à tort que l'on se focalise sur la question de la grosseur des bulles; certes, cette question est importante, mais elle masque ce qui est fondamental, le fait que «cela flotte». Comme les monnaies... Tiens, tiens!

Dans le système, on peut faire bulle à tous les niveaux et de toutes tailles, en haut, en bas, à haute altitude, ainsi qu'à basse altitude. La question des bulles a à voir accessoirement avec la mauvaise allocation des ressources, avec l'émission inconsidérée, coupées de tous liens, avec les possibilités concrètes d'honorer les promesses contenues dans la masse des actifs qui «font bulle». Cela est vrai. Mais l'essentiel n'est pas là, pas dans la taille, pas dans la grosseur, il est dans le fait de flotter dans les airs. Il est dans cette sorte de liberté par rapport aux déterminations anciennes qui n'est autre que la servitude, soumission aux pouvoirs actuels. ■

Le délai supplémentaire pour les tests

RÉGULATION.

Une centaine de banques ont jusqu'au 31 décembre pour remettre leurs projets de démantèlement.

La Réserve fédérale américaine (Fed) a accordé vendredi un délai supplémentaire à plus d'une centaine de banques pour qu'elles améliorent leurs scénarios de démantèlement ou «testaments» réclamés par les autorités de régulation bancaires.

La Fed et la FDIC, l'agence américaine de garantie des dépôts bancaires, ont demandé vendredi à 117 grandes banques, disposant de moins de 100 milliards de dollars d'actifs, de soumettre à nouveau d'ici le 31 décembre 2014, leurs projets de «testaments» («Living wills»), selon un communiqué. Ces établissements avaient déjà soumis des plans de résolution en décembre 2013.

Il leur est demandé de décrire leur stratégie pour une «résolution rapide et ordonnée» en cas de défaillance, selon le code américain sur les faillites.

Vendredi, la Fed et la FDIC affirment avoir fourni à chacun des établissements financiers des directives spécifiques pour les aider à élaborer ces «testaments».

Les banques avaient en effet critiqué les autorités de régulation, expliquant manquer de consignes et de retour d'informations dans l'élaboration de ces scénarios de démantèlement. L'objectif est de répondre aux problèmes posés par les «too big to fail» («trop importants pour faire faillite»), ces géants bancaires dont une faillite déstabiliserait l'ensemble du système financier et qui bénéficient, de fait, d'une garantie implicite des Etats. ■

Réminiscence de l'exubérance

TECHNOLOGIES.

Les start-up d'internet connaissent des valorisations étonnantes. Mise en alerte de la Fed.

TIAGO PIRES

Dans un rapport sur l'activité économique des Etats-Unis, la banque centrale américaine, la Fed, le mettait déjà en évidence: les valorisations de certaines sociétés sont «substantially stretched».

A en croire les dernières valorisations des start-up actives dans le développement d'applications destinées aux smartphones, le phénomène prend considérablement de l'ampleur. Symbole de cette envolée des levées de fonds: Snapchat. La start-up est actuellement en discussion concernant une éventuelle acquisition par un consortium d'investisseurs menés par la structure chinoise Alibaba Group Holding. La levée de fonds s'évalue à hauteur de 10 milliards de dollars. Paradoxe: la messagerie de contenus éphémères ne gé-



EVAN SPIEGEL. Le co-créateur de Snapchat négocie une levée de fonds de 10 milliards de dollars.

nère aucun revenu. En novembre 2013, le créateur de Facebook, Mark Zuckerberg s'était déjà renseigné pour acquérir cette application. Montant de la transaction: 3 milliards de dollars. Une somme incroyable mais refusée par le co-créateur de Snapchat, Evan Spiegel.

L'application n'est pas un cas isolé. En février de cette année, Facebook a acquis le service de messagerie Whatsapp pour 19 milliards de dollars alors que cette dernière ne générait que quelques millions de dollars de revenus. Plus invraisemblable encore, l'application Yo qui ne sert qu'à envoyer des «yo» à ses amis a levé 1,5 million de dollars sur la base d'une valorisation

à 10 millions de dollars.

Face à ce phénomène, la question de la formation d'une nouvelle bulle internet alimente les discussions. Comment comprendre ces valorisations à la hausse? Surtout le cas Snapchat interpelle. Son profil est peu enclin à la présence de publicité que ce soit sous forme de native advertising ou au format traditionnel. Au niveau technologique, l'application reste un acteur majeur sur le marché. Mais l'arrivée de Bolt, système similaire développé par Instagram et en phase de tests, peut marquer un tournant sur le secteur.

Pour l'associé-gérant de la société de conseil en stratégie financière Harold Alexander, Eric Blanchard, ces valorisations étonnantes sont le fait d'un changement de la notion de valeur. En effet, il souligne qu'«usuellement la valeur est considérée selon le cash flow ou la génération de revenu. Actuellement, les sociétés peuvent se valoriser selon des critères non-financiers tels que le nombre de clics, la quantité d'abonnés, le rythme des vues ou le volume de contenus échangés. Les start-up d'internet se calquent sur un mo-

dèle ressemblant à celui des biotechs: c'est-à-dire développer un produit et chercher l'exit.» Les sociétés cherchent ainsi à «exciter» les géants du marché tels que Facebook, Apple ou Google dans l'unique but d'être acquises.

Face à ce phénomène, Eric Blanchard met également en évidence une autre composante: le risque est probablement insuffisamment intégré dans le prix. De fait, il souligne qu'en «ce sens, le terme de «bulle» est adéquat dans ce contexte mais il faut rester tout de même vigilant à une utilisation trop régulière du terme.» Une vigilance également partagée par la banque centrale américaine, la Fed. Dans son rapport daté de juillet, la Fed mettait en exergue les anomalies en matière des valorisations des sociétés notamment dans le secteur des biotechs au sein des acteurs des réseaux sociaux et des applications mobiles. Elle mettait notamment en évidence les valorisations boursières des géants d'internet. Dans le rapport, le terme de «bubble» n'est pas utilisé pour les secteurs ciblés. Mais la crainte d'une bulle spéculative y reste perceptible. ■