

LES BANQUES CENTRALES RESSUSCITENT L'EFFET CANTILLON

BFM Bourse - dimanche 7 juin 2020 à 11h30

Toutes-puissantes, les principales autorités monétaires mondiales que sont la BCE et la Fed ont porté à bout de bras les marchés financiers depuis le krach survenu fin mars. En injectant des milliers de milliards de dollars, elles pourraient toutefois créer une inflation démesurée de certains actifs. Une théorie déjà développée par un économiste du XVIIIe siècle.

Non, l'inflation n'a pas disparu : elle s'est seulement déplacée sur les marchés financiers. Comme l'explique le responsable de la recherche marchés chez Saxo Bank, Christopher Dembik, la crise sanitaire actuelle acte "la transition d'une économie de marché capitaliste à une économie administrée par les banques centrales". Depuis 2010, ces dernières se sont émancipées de leur mission de maintien de stabilité des prix, héritée des années 1980, pour se substituer au marché en devenant des "market makers" sur certains segments de marché souligne-t-il. Autrement dit, ce sont maintenant les banques centrales qui "font" les prix.

"C'est très net sur le marché des dettes souveraines par exemple", poursuit Christopher Dembik, selon qui le fait que "certains Etats du sud de la zone euro empruntent à taux négatifs doit inciter à la prudence". Si ce marché présente bien un aspect de bulle, "le risque d'éclatement reste faible" car les "banques centrales disposent d'une capacité d'intervention quasi-illimitée" - comme on a pu le constater depuis le début de la crise.

La Banque centrale européenne a encore surpris les opérateurs en annonçant jeudi qu'elle allait porter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (dit "PEPP") à 1.350 milliards d'euros, soit 600 milliards supplémentaires consacrés à des rachats d'actifs, tout en prolongeant le programme jusqu'en juin 2021. Quant à la Fed, "la taille de son bilan dépasse désormais les 7.200 milliards de dollars, soit une expansion de 3.000 milliards de dollars (!) depuis le début de la crise" relève Alexandre Baradez, responsable des analyses marchés pour le groupe IG.

Les banques centrales emploient cette manne à acheter directement les obligations émises par les États de la zone euro afin que ces derniers n'aient aucune contrainte pour financer leurs programmes de relance budgétaire exceptionnelles. En injectant des liquidités dans le système financier, elles poussent les banques à continuer à prêter aux entreprises et aux ménages. La Fed a ainsi "racheté 70% de l'ensemble des émissions de dettes du Trésor américain" au cours des dix dernières années, observe Christopher Dembik.

Résultat, "depuis la dernière crise financière, les banques centrales sont devenues le principal facteur d'évolution des Bourses mondiales". De sorte que les données macro-économiques influencent beaucoup moins le cours des marchés que les annonces des banques centrales.

Pour le stratégeste de marché et fondateur de NorthmanTrader.com, Sven Henrich, les banques centrales sont "tout simplement en train de créer la plus grande bulle d'actifs jamais observée". Star de la finance américaine, le gérant du hedge fund Appaloosa David Tepper considère pour sa part que nous sommes face "au marché actions le plus surévalué depuis 1999", date de la bulle Internet.

Indice qui tend à prouver la déconnexion des marchés avec l'économie réelle, le ratio "capitalisation boursière sur PIB" a atteint 151% à la clôture de vendredi à Wall Street. Il dépasse ainsi son sommet historique touché en début d'année et évolue désormais nettement au-dessus de son niveau de l'an 2000, lorsqu'il avait atteint 136,9%.

L'effet Cantillon ?

Un financier du début du XVIII^e siècle peut-il expliquer ce phénomène ? C'est l'avis de nombreux observateurs, qui ressortent sa théorie sur l'inflation différenciée.

Admiré par Ricardo, Hayek ou encore Schumpeter, l'Irlandais Richard Cantillon a fait fortune à Paris en misant contre le système de Law, du nom de l'économiste écossais John Law, à l'origine d'une tentative de monétisation de la dette de l'Etat français sous la régence de Philippe d'Orléans, de 1716 à 1720.

Il a laissé son nom à l' "effet Cantillon", selon lequel une injection de monnaie dans l'économie exerce un effet progressif et différencié sur les prix au fur et à mesure que la monnaie se propage par les échanges depuis le point où elle a été injectée. Il a développé cette théorie en étudiant les effets de l'arrivée massive d'or en Espagne en provenance des colonies d'Amérique du Sud au XVI^e siècle (*Essai sur la nature du commerce en général*, 1755). La profusion de métal précieux a bel et bien provoqué de l'inflation, mais pas une augmentation générale des prix, observe-t-il. En l'occurrence, elle s'était progressivement diffusée dans l'économie à partir de son point d'entrée - ce sont en l'occurrence les prix pratiqués par les fournisseurs du roi qui s'étaient envolés.

Il est aisé de voir comment cette théorie vieille de trois siècles peut s'appliquer aujourd'hui. Les banques centrales ont tiré les marchés à bout de bras depuis mi-mars, et ne font qu'accroître leur soutien. Ce faisant, elles ont permis un violent rebond des principaux indices boursiers (soit une inflation du prix des actifs financiers) tandis que la hausse des prix à la consommation, elle, ne cesse de reculer. Sur l'ensemble de l'année, le taux d'inflation n'est plus attendu qu'à 0,3% sur l'ensemble de l'année en zone euro.

Le prix des actifs gonflé par les liquidités des banques centrales

Le directeur général d'Euronext Stéphane Boujnah juge du reste que le décalage actuel entre l'enthousiasme des marchés -les indices européens sont revenus à leur niveau de début 2019 et les new-yorkais à celui de l'été 2019- et les données macroéconomiques "reflète surtout le niveau exceptionnel des stimuli monétaires et budgétaires apportés aux économies", dans une interview accordée aux Echos. "Cette liquidité s'investit dans toutes les classes d'actifs" observe le patron de l'opérateur boursier paneuropéen.

Dans le cadre de ce soutien aux marchés, la Réserve fédérale a d'ailleurs commencé à acheter des fonds d'obligations "high yield" (autrement dit des dettes d'entreprises aux notes de crédit dégradées). La prochaine étape pourrait être de racheter des fonds d'actions - à l'instar de ce que fait déjà la Banque du Japon.

Selon Christopher Dembik, il ne faut surtout "pas faire l'erreur de croire que les banques centrales pourraient être à court d'outils". "Elles sont très créatives et en trouveront d'autres" assure-t-il, avant de s'avancer: "Il est sûr et certain que dans un an ou deux ans, on discutera de la possibilité, pour la BCE, de racheter directement des prêts bancaires, et de la manière dont on accentue les rachats d'ETF aux États-Unis".

Dans ces conditions, "il est très dur de se positionner contre les banques centrales, la logique étant de suivre le "market-maker". D'autant que leur discours est très clair aujourd'hui, les autorités monétaires insistant sur le fait qu'elles sont prêtes à soutenir les marchés via du pour une longue période.

L'argent de l'Helicopter Money également investi en Bourse

Autre élément qui plaide en faveur de cet "effet Cantillon", une récente étude de la société américaine de logiciels qui développe un service d'agrégation de comptes Yodlee. Celle-ci a suivi les habitudes de dépenses des Américains à partir de début mars et constaté que les comportements

divergeaient vers la mi-avril, au moment de l'envoi des "stimulus checks". Une partie de cet argent destiné à relancer la consommation a bien été placé en Bourse par les ménages, selon les données compilées par Yodlee.

Les Américains dont le revenu annuel est compris entre 35.000 et 75.000 dollars ont ainsi réalisé 90% de transactions boursières de plus au cours de la semaine suivant la réception du chèque que lors de la précédente. Ceux qui gagnent entre 100.000 et 150.000 dollars par an ont réalisé 82% de transactions supplémentaires, ce qui a sans doute contribué à l'impressionnant rebond des indices new-yorkais.

Quentin Soubranne - ©2021 BFM Bourse

<https://www.tradingsat.com/actualites/marches/les-banques-centrales-ressuscitent-l-effet-cantillon-915451.html>