

Flash Economie

13 novembre 2020 - 1299

Il faut s'attendre à des bulles encore plus grosses et plus durables que dans le passé

Lorsque les bulles sur les prix des actifs financiers et immobiliers viennent de la rapidité de l'expansion monétaire et du rééquilibrage des portefeuilles, elles sont associées à des taux d'intérêt à long terme anormalement bas.

L'explosion des bulles sur les prix des actifs ne peut pas alors résulter de la hausse des taux d'intérêt, elle ne peut être qu'une explosion endogène, qui résulte de ce que la valeur des actifs devient trop élevée par rapport au revenu et donc que la demande pour les actifs chute.

Si c'est ce mécanisme endogène qui fait exploser les bulles, alors celles-ci vont être plus grosses et plus durables que lorsque, comme dans le passé, c'est la hausse des taux d'intérêt qui fait exploser les bulles.

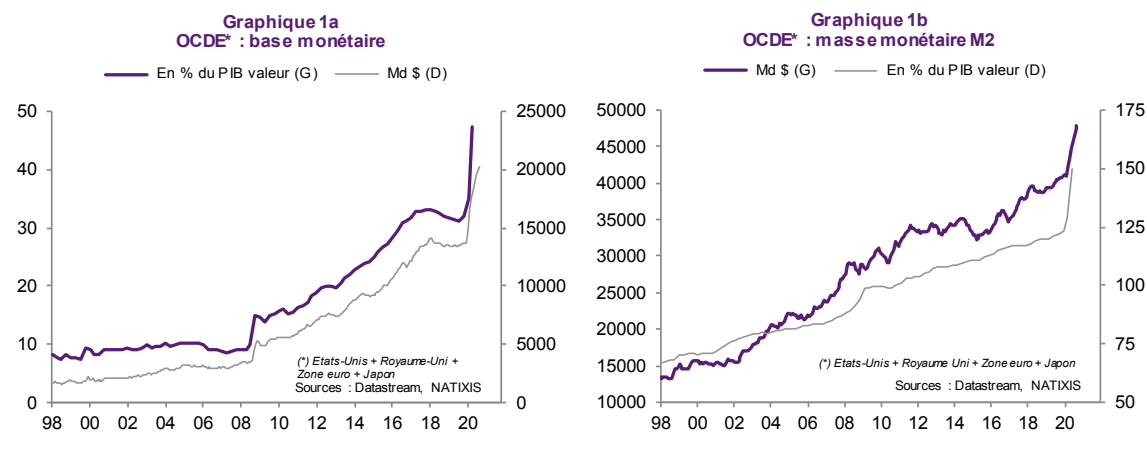
Il faut donc s'attendre, après la fin de la crise de la Covid, à une longue période de hausses des cours boursiers, des prix de l'immobilier, associées à des taux d'intérêt à long terme très bas.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

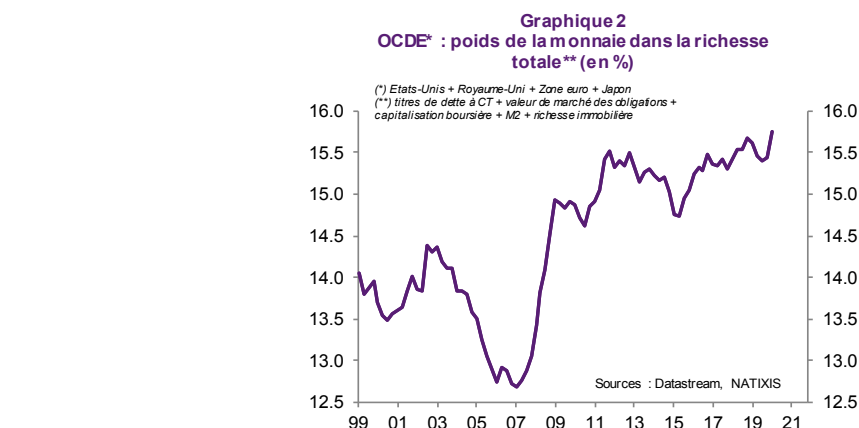
www.research.natixis.com

Des bulles sur les prix des actifs associées à des taux d'intérêt à long terme anormalement bas

Les pays de l'OCDE sont passés à une politique monétaire de plus en plus expansionniste après chaque crise, avec une croissance continue de l'offre de monnaie, aussi bien de l'offre de monnaie de Banque Centrale (graphique 1a) que de l'offre de monnaie pour les agents économiques non bancaires (M2, graphique 1b).



Cette progression très rapide de l'offre de monnaie déclenche le **comportement de rééquilibrage de portefeuille** : à long terme, le poids de la monnaie dans la richesse (graphique 2) doit rester constant, pour que la structure des portefeuilles reste celle qui est jugée comme étant optimale.

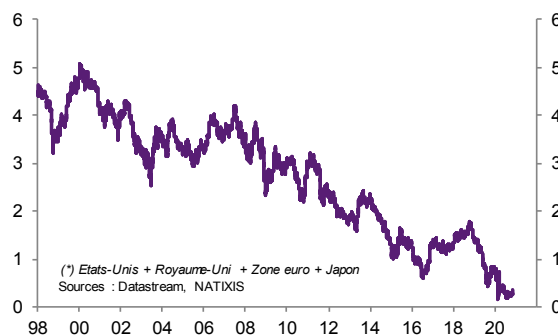


Puisque l'offre de monnaie augmente très rapidement (graphique 1b), il faut que la richesse totale augmente très rapidement pour que le poids de la monnaie dans la richesse soit stable, et pour que la richesse totale augmente très rapidement, il faut que les prix des actifs (obligations, actions, immobilier) augmentent aussi très rapidement.

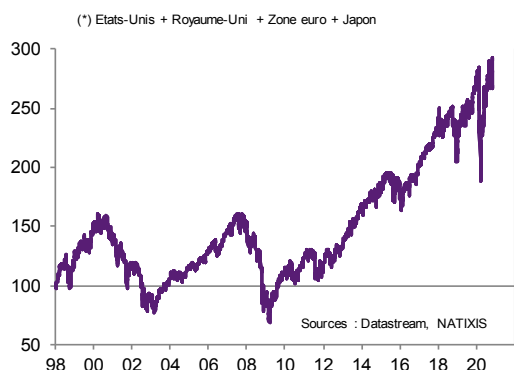
Il faut donc s'attendre à ce qu'une expansion monétaire durable conduise :

- à des taux d'intérêt à long terme très bas (graphique 3), pour faire monter la valeur des obligations ;
- à la hausse des cours boursiers (graphique 4a) et des prix de l'immobilier (graphique 4b).

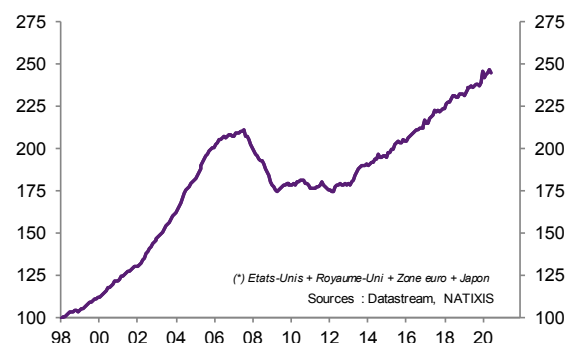
Graphique 3
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 4a
OCDE* : indice boursier (100 en 1998:1)

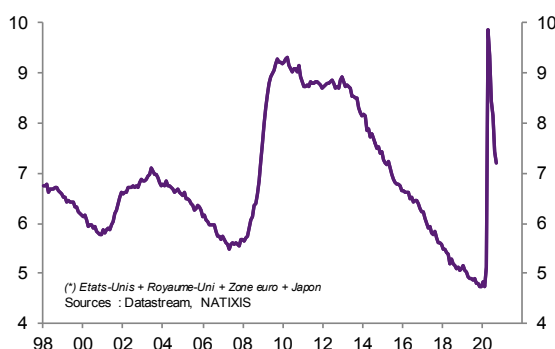


Graphique 4b
OCDE* : prix des maisons (100 en 1998:1)

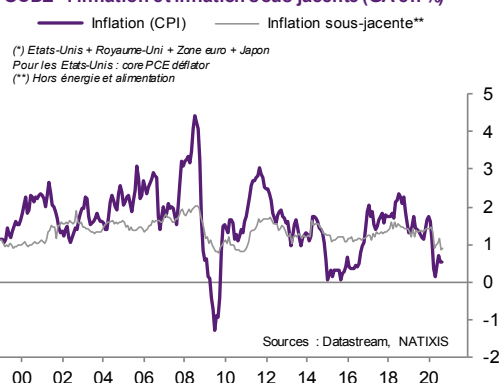


Cette dynamique va être durable : les Banques Centrales ont maintenant un comportement nouveau, elles veulent ramener le taux de chômage à un niveau très bas (**graphique 5a**), elles veulent compenser les périodes d'inflation inférieure à la moyenne par des périodes d'inflation supérieure à la moyenne (**graphique 5b**) : **la politique monétaire de l'OCDE va rester longtemps expansionniste, donc l'équilibre avec forte hausse des prix des actifs et taux d'intérêt à long terme bas va être durable.**

Graphique 5a
OCDE* : taux de chômage (en %)



Graphique 5b
OCDE* : inflation et inflation sous-jacente (GA en %)



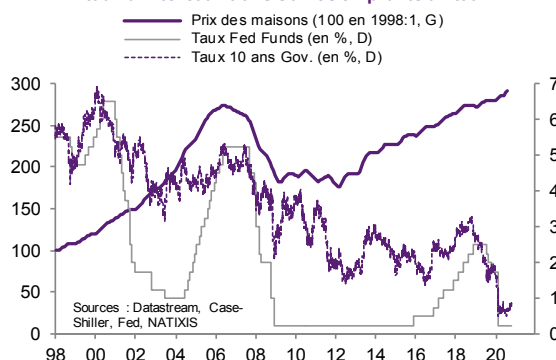
Explosion « endogène » des bulles, donc bulles durables et grosses

On s'attend donc à ce que les pays de l'OCDE connaissent une croissance forte durable de l'offre de monnaie, et donc, durablement aussi, une hausse rapide des prix des actifs (actions, immobilier) et des taux d'intérêt à long terme anormalement bas.

Tant que cet équilibre dure, les bulles sur les prix des actifs gonflent, et une hausse des taux d'intérêt ne peut pas faire exploser les bulles puisqu'au contraire les taux d'intérêt à long terme vont rester très bas.

On ne pourra donc pas assister, comme par exemple en 2007-2008 aux États-Unis pour la bulle immobilière, à une explosion de la bulle due à la remontée des taux d'intérêt (graphique 6).

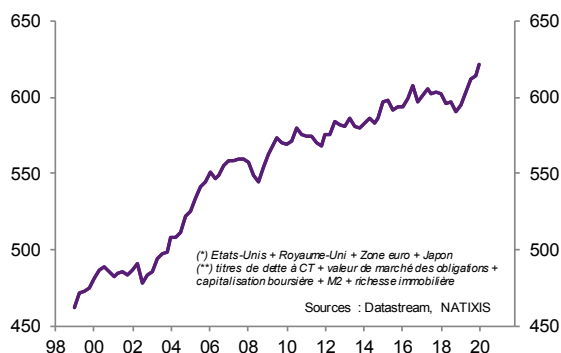
Graphique 6
Etats-Unis : prix des maisons, taux Fed Funds et
taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Si ce n'est pas la hausse des taux d'intérêt qui fait exploser les bulles dans le futur, il s'agira de ce qu'on peut appeler une « explosion endogène » des bulles.

La hausse des prix des actifs va conduire à une hausse de la richesse, puisque, on l'a vu plus haut, il faut que la richesse évolue comme l'offre de monnaie, et il va donc y avoir une **hausse continue du ratio de la richesse au revenu** (graphique 7).

Graphique 7
OCDE* : richesse totale** (en % du PIB valeur)



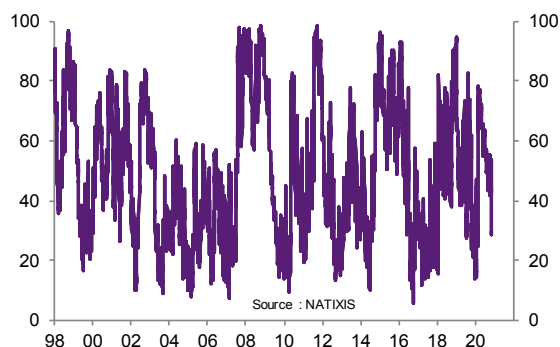
Or, les « jeunes » rachètent les actifs financiers et immobiliers aux « vieux » qui les vendent pour consommer à la retraite. **Si la valeur des actifs devient trop élevée par rapport au revenu, les jeunes ne peuvent plus racheter les actifs aux vieux, la demande d'actifs chute et les prix des actifs reculent violemment.** Mais ceci se produit tardivement, puisque

l'explosion des bulles n'est pas provoquée par la hausse des taux d'intérêt et doit attendre que la valeur des actifs soit trop élevée par rapport au revenu.

Synthèse : des bulles grosses et durables

Lorsque l'aversion pour le risque aura baissé après la crise de la Covid (**graphique 8**), on s'attend donc :

Graphique 8
Indice NATIXIS de perception du risque (en pb)



- à la poursuite d'une politique monétaire expansionniste avec croissance rapide de l'offre de monnaie ;
- à la hausse, en conséquence, de la richesse et des prix des actifs, et au maintien de taux d'intérêt à long terme très bas ;
- donc à la disparition de la situation où c'est la hausse des taux d'intérêt qui fait exploser les bulles sur les prix des actifs ;
- à l'explosion des bulles uniquement quand la valeur des actifs sera tellement élevée par rapport au revenu que la demande pour les actifs s'effondrera ;
- **puisque cette situation n'apparaît que tardivement, à la possibilité pour les bulles sur les prix des actifs de devenir durables et massives.**