Quand la finance sauve l'économie...et les apparences

Olivier Passet, Xerfi, 5 octobre 2020

Je voudrais montrer ici ce que l'indice américain de référence que constitue le S&P500 révèle des dérèglements du capitalisme contemporain.

Préserver la *share value* à tout prix

Du S&P 500, ce que l'on peut dire aujourd'hui, c'est qu'il résiste incroyablement bien à la crise. Il a battu un record historique début septembre, et même s'il vacille depuis, il demeure proche de son zénith. Cette résistance dans un contexte extrême disqualifie à première vue les discours alarmistes sur la menace d'une crise majeure imminente. Le S&P 500 passe brillamment l'épreuve extrême du stress test de la crise sanitaire, alors même que les cassandres guettaient le fameux *Big One* qui devait ébranler nos économies plus violemment encore que la crise de 2007-2008.

Cette résistance n'a pourtant rien d'étonnant. Elle ne fait que confirmer l'extraordinaire efficacité du bouclier mis en place pour préserver le prix des actifs. Le système économique est tout entier conçu pour générer de la *share value* et pour la préserver en période de crise en reportant le risque sur les autres agents économiques (les États et les salariés), avec la banque centrale en « super assureur » au sommet de l'édifice. Et tout démontre que son étanchéité aux aléas de l'économie réelle s'est encore renforcée. Car les autorités qui le supervisent, prises de vertige à l'idée d'un séisme à la 1929, déploient des génies d'audace et de transgression pour le maintenir en apesanteur et le déconnecter du réel. Achats massifs de titres, taux négatifs, sauvetage des acteurs financiers défaillants. Et, en arrière-plan aussi, le mode de gouvernance actionnariale qui prévaut, continue à exiger des rendements à deux chiffres sur les fonds propres, totalement décorrélés des taux d'intérêt, mais qui légitiment le niveau actuel de la bourse. Bref, le système est entièrement tendu vers sa propre conservation.

La finance se sauve elle-même, au détriment des enjeux de long terme

On pourrait certes réécrire l'histoire. Avec des si : si les taux étaient à des niveaux plus normaux (de l'ordre de 2% en termes réels) ; si le partage de la valeur ajoutée était demeuré stable, que les profits du S&P500 avaient cru ainsi comme le PIB, et si le fameux PER, ce ratio des cours sur les profits avait joué comme force de rappel, revenant sur sa moyenne de long terme, l'indice phare américain ne vaudrait pas 3 300 comme aujourd'hui, mais 1 400. Une chute de 60% des cours de bourse, ce serait le prix d'une normalisation de la finance que nul n'est prêt à payer, mais qui a un coût à long terme, car :

- c'est au prix d'une rentabilité financière qui pressurise les salaires et la demande ;
- c'est au prix d'une distorsion entre les taux d'intérêt et la rentabilité des fonds propres qui incite les entreprises à préférer la croissance externe à la croissance organique, le levier d'endettement à la productivité et à l'innovation ;
- c'est au prix de la captation de la richesse par un petit nombre de personnes, au détriment du partage des fruits de la croissance.

Quand la finance fait mine de sauver l'économie réelle, elle ne fait au fond que se sauver elle-même, au détriment des enjeux de long terme.

Ces secteurs qui raflent la mise avec le covid

Et puis il y a tout ce que révèle la formidable hétérogénéité des valorisations derrière l'indice global. Si j'exprime chaque composante sectorielle relativement aux pics de valorisation que chacune avait atteinte avant la crise des *subprimes*, la dispersion des performances est saisissante. La photographie des progressions entre les précédents sommets de 2007-2008 et fin septembre 2020 est extraordinairement clivée, reflet du déplacement des moteurs de la création de valeur. Les technologies de réseau, le secteur dit des biens de consommation discrétionnaires, c'est-à-dire non courants, dont Amazon (autrement dit le e-commerce) est le porte-étendard, et la santé, défient toutes les lois de la gravité. Ces domaines sont tellement valorisés, ont un tel pouvoir d'acquisition et de concentration à leur avantage, que rien ne les arrête dans leur progression. Et ce sont précisément ces secteurs qui raflent la mise avec le covid. Et tous ces secteurs ont pour point commun d'être producteurs de biens collectifs et de s'approcher d'une situation de monopole naturel... qui fait ressortir en exergue la défaillance des États sur leur champ d'intervention et de régulation. Et, aux antipodes, le secteur de l'énergie carbonée privé de futur et le secteur bancaire — sur qui tout repose, mais qui n'a plus de *business model* rémunérateur dans un univers de taux zéro — sont en perdition.

Bref, le S&P500, quintessence de la finance court-termiste en apparence, porte en lui tous les bouleversements du monde.