

En 2018, l'attention va se focaliser sur les marchés obligataires

L'année se termine sur une hausse des taux directeurs américains. Elle n'a pas créé de choc, c'est le moins qu'on puisse dire. C'est début 2009 que la Réserve Fédérale avait amené à zéro le rendement des Treasury Bills. C'est en décembre 2015 qu'elle a timidement mis fin à la situation. Elle l'a répété fin 2016 et, cette année, par trois fois. Cette remontée des taux au bout de sept ans et sa confirmation n'ont pas empêché Wall Street de boucler sa neuvième année de hausse.

Le facteur monétaire a soutenu les valorisations boursières sur deux tableaux

Les Bourses semblent en quelque sorte immunisées contre le resserrement monétaire. Évidemment, c'est la force du cycle économique qui est invoquée. La croissance mondiale proche de 3,7 % cette année ne va pas ralentir en 2018 et, au contraire, les économistes tablent sur une légère progression. Si l'expansion de la zone euro pourrait se réduire pour se rapprocher de 2 %, les États-Unis qui partent de la même base 2017 de 2,3 % vont accélérer légèrement. Les bénéfices des entreprises profitent de ces tendances avec des estimations de progression tournant entre 10 et 11 % en zone euro et au Japon et pas loin de 12 % pour les compagnies américaines qui vont bénéficier de la réforme fiscale Trump.

Ce soutien fondamental est cependant très largement anticipé dans les cours de Bourse. Si on excepte le Japon qui affiche un taux de capitalisation des bénéfices voisin de sa moyenne depuis 2002 (15 fois), la surcote est manifeste, tant à Wall Street (18 fois pour une moyenne de 14,5) qu'en Europe (15,3 fois pour une moyenne de 12,8). Le facteur monétaire a joué sur deux tableaux : le flux de trésorerie des programmes d'ajustements quantitatifs (QE) et le niveau des taux d'intérêt qui donne une prime mécanique aux actions.

Les flux se sont mesurés à l'envolée de la taille des bilans des grandes banques centrales : elles affichent un montant cumulé de 23.000 milliards de dollars, ce qui représente 40 % des produits intérieurs bruts. Ces liquidités ont créé une très forte inflation : on ne la retrouve pas du tout dans les salaires et les prix, mais dans les actifs. La multiplication par 4 en 10 ans de l'encours des concours des banques centrales a entretenu une multiplication par trois de la capitalisation mondiale. Et les actifs les plus rares, ceux dont les détenteurs sont les grands gagnants de la mondialisation et de la concentration des richesses ont fait largement mieux.

Le niveau des taux d'intérêt joue évidemment sur la valorisation des actifs et a accompagné cette explosion des liquidités. Malgré l'envolée des dettes des États, des particuliers et des entreprises non financières, la charge de la dette reste globalement dans des rapports aux PIB qui sont proches des moyennes. Selon une statistique de Bloomberg, 8.000 milliards de dettes dans le monde ont été contractées à taux négatif.

Les marchés obligataires sont dans une situation de bulle créée par les banques centrales

Le constat est assez partagé : si les Bourses – qui sont chères – ne présentent pas de ratios de bulle en référence aux taux d'intérêt et à la croissance des résultats, on ne peut pas forcément dire la même chose pour les marchés obligataires. Cette année, les taux des emprunts d'État se sont stabilisés dans des niveaux très bas et les écarts (spread), tant avec les pays périphériques qu'avec le crédit aux entreprises, se sont nettement réduits sans vraie prise en compte des risques. Les rendements apparaissent déconnectés des fondamentaux et le traitement sans discrimination (les créances de moindre qualité ne rapportent pas suffisamment plus que les meilleures) est un signal de bulle.

L'ensemble des investissements de taux serait très exposé à une hausse des taux. Une tension – peu probable – de 1 % en un an sur les échéances 2023 se traduirait par une perte sur la totalité des émissions du secteur privé (corporate) malgré des taux de défauts qui resteraient très faibles.

On n'en est pas là, mais ce sont les banques centrales qui ont provoqué cette déconnection et ce seraient elles qui pourraient rompre le charme.

Dans un an les politiques monétaires auront tourné pour toutes les grandes économies

La Réserve Fédérale n'a pas seulement relevé ses taux directeurs depuis deux ans. Elle s'engage dans la réduction de la taille de son bilan. La Banque du Japon, en se limitant désormais à un objectif de taux d'intérêt (nul pour le 10 ans d'État) fait un peu la même chose sans le dire.

Restent la Banque Populaire de Chine et la Banque Centrale Européenne. Dans les deux cas, la phase des injections à carnets ouverts aura tourné dans un an. La Chine cherche à limiter sa croissance, en favorisant une évolution de modèle. Elle va peser sur l'endettement lié à l'immobilier et aux capacités industrielles lourdes. La BPC a commencé très timidement cette semaine en relevant de 0,05 % ses taux directeurs, mais la direction est donnée. La BCE a laissé ouvertes les possibilités de reconduction de son programme d'achats après l'échéance finale de septembre prochain. Mais, sauf nette dégradation conjoncturelle ou menaces de déflation, la perspective paraît peu probable.

2018 s'annonce ainsi comme l'année du revirement des politiques monétaires. Le changement de donne impliquera à terme des relèvements de taux obligataires. Cependant, la situation de bulle qui est là les protège : le stock mondial de dettes imposera beaucoup de doigté et de progressivité aux instituts d'émission. Cette « discrétion des aides » pour employer un terme d'équitation limitera les risques de contagion. On a pu observer que les resserrements monétaires portent leurs effets avec un décalage de 18 mois à deux ans. En 2019, la BCE va faire plus que contrebalancer la réduction du bilan de la Fed, pour un solde qui dépassera 350 milliards d'euros d'injections. La normalisation un peu généralisée qu'on peut attendre dans un an ne devrait pas donc bousculer les économies avant la fin de 2020.

Cependant, la direction est là et les valorisations d'actifs qui ont pas mal anticipé vont pouvoir surveiller, avec une attention croissante au fil de 2018, les variations de taux obligataire.