

Le 10 ans américain à 3 %. Et après ?

On y est. Le niveau de 3 % de rémunération pour les obligations du Trésor américain était le seuil que redoutaient les analystes financiers. Ce seuil a été atteint ce mardi 24 avril et ouvre – un peu symboliquement – une nouvelle phase financière.

Dynamique pour l'économie américaine malgré une hiérarchie des taux toujours modérée mais des taux réels positifs

Comment analyser le message envoyé par les marchés financiers ? Il prend en compte la dynamique de l'économie américaine. L'écart entre les taux d'intérêt à moyen terme (2 ans par exemple) et celui à 10 ans est considéré comme un indicateur avancé de la croissance. Ce qu'on appelle la hiérarchie de la courbe des taux traduit une expansion quand il est largement positif. Une courbe plate (peu de différence) annonce une réduction du cycle et une courbe dite inversée (moyen terme mieux rémunéré que le long terme), une récession.

La remontée des taux directeurs de la Réserve Fédérale, passés de 0,25 % le 15 décembre 2015 à 1,75 % aujourd'hui a été longtemps ignorée par les marchés financiers. En septembre dernier, le rendement du T Bond à 10 ans était inférieur à 2 % pour un 2 ans à 1,25 %. La hausse des taux courts par la banque centrale « aplatisait la courbe ». L'écart aujourd'hui est revenu à 0,5 %, mais la partie courte de la courbe marque une hiérarchie un peu plus nette.

La situation reflète en tout état de cause une croissance américaine plus affirmée que celle de la zone euro ou du Japon. Ce n'est pas vraiment une nouvelle. L'accélération du cycle pourrait porter la croissance des États-Unis entre 2,7 % et 3 % cette année, alors que le Japon ou la zone euro sont en phase de consolidation (1,3 % et 2,4 % respectivement). Les indicateurs avancés plaident même pour de légères révisions à la baisse sur le Vieux Continent.

Reste la question de l'inflation. Faute d'une vraie transmission de la croissance et du plein emploi à la dérive générale des prix, le niveau de 3 % assure un rendement réel positif de l'ordre de 1 % pour une inflation américaine qui se stabilise autour de 2 %, en comprenant un facteur énergie.

Les actions ont très bien résisté à la hausse des taux et n'apparaissent pas surcotées

Face à cette vraie tension en sept mois sur les taux obligataires, le moins qu'on puisse dire est que les cours des actifs se tiennent. Il n'est pas forcément facile de juger les marchés de l'immobilier, a fortiori américains. Les actions donnent une photographie plus claire. En six mois, le Nasdaq s'est apprécié de 6 %, le Dow Jones et le CAC 40 de 4 % et l'Euro Stoxx 50 n'a cédé que 2,5%. Ces performances en monnaies locales montrent une vraie résistance.

Les modèles théoriques de valorisation semblent pris en défaut. Toutes choses égales par ailleurs (croissance, change, perspectives bénéficiaires), le passage du rendement à 10 ans de 2 % à 3 % pouvait se traduire par une baisse de 10 % des actions. Le flegme des investisseurs s'explique par la dynamique des entreprises. Dans la bataille des bénéfices contre les taux, les premiers nommés permettent d'encaisser les seconds.

Toujours selon des valorisations théoriques les actions américaines ne sont pas en surcote sur la base de croissance des bénéfices stabilisée autour de 10,5 % en 2017 et 2019, mais qui est dopée cette année par la réforme fiscale Trump pour viser 18 à 20 %. On situe même le S&P 500 sur une décote théorique de l'ordre de 4 %. Et les marchés européens, ou japonais, aux perspectives plus faibles sont protégés par leur discount par rapport à Wall Street.

Deux points de risque : le coût en termes de ponction sur les PIB et les flux d'investissement qui délaissent les actions au profit des marchés de taux

On ne peut pas limiter ce passage aux 3 % du 10 ans US aux questions de valorisations théoriques.

Le premier et le plus grand sujet concerne le service des dettes. Les pressions exercées par les banques centrales (européenne, japonaise et même chinoise) ralentissent le transfert du renchérissement américain du loyer de l'argent américain. Mais le rappel des masses empruntées (250 % du PIB dans les développés et en Chine, 110% dans les émergents) permet de chiffrer facilement en points de PIB les conséquences d'un point de hausse des taux. On a pu observer cependant qu'une hausse des taux régulière et sans poussée inflationniste est plus facilement encaissée qu'un mouvement brutal, surtout lorsqu'il traduit une vraie poussée des prix.

Le deuxième sujet est la concurrence entre biens réels et dettes dans les allocations d'actifs. Le marché obligataire américain rémunère les placements 1 % de mieux que ne le font les actions US et à un niveau pratiquement équivalent à ce qu'assurent les dividendes européens. Cela commence à se sentir dans les flux. Les dernières données publiées par Merrill Lynch mettent en évidence des sorties sur les actions européennes et japonaises, encore des entrées sur les actions américaines et, surtout, une amplification des souscriptions nettes sur les produits de taux.

Ces deux points de risque doivent être surveillés, mais la vraie constatation est la sérénité retrouvée des marchés face à des taux longs pourtant réellement en hausse.