POINT DE VUE DE CHARLES GAVE*

Il y a une règle qui ne se dément pas, c'est celle qui lie, dans un pays, la croissance nominale à long terme avec les taux longs sur les obligations d'Etat.

La terre tremble sous l'obligataire américain

Depuis plusieurs mois, les taux longs américains (sur les bons du Trésor à dix ans) oscillaient entre 1,75 et 2 %. En quelques jours ils viennent de monter très fortement, pour se retrouver nettement au-dessus de 2,10 %. Derrière ce mouvement très significatif, il y a, de toute évidence, la perception par les gérants de fonds d'une économie américaine de nouveau en pleine croissance. Face à ce redémarrage manifeste de l'économie américaine, personne n'est dupe. « America is back » non pas grâce à la politique de M. Obama, mais plutôt du fait que la politique de l'actuel locataire de la Maison-Blanche se trouve bloquée depuis plusieurs mois par une majorité d'élus républicains. Ces derniers empêchant tout nouvel engagement de deniers publics, depuis un an, les dépenses nominales de l'Etat US sont en baisse pour la première fois depuis 1946. Il est donc permis de penser que, si le socialisme et son avatar, le keynésianisme, reculent aux Etats-Unis, la croissance du secteur privé va aller s'accélérant, comme cela se produit à chaque fois en pareille circonstance.

Les taux ont donc commencé à se tendre fortement aux Etats-Unis et c'est une très, très bonne nouvelle.

Or, s'il y a une règle qui ne se dément pas, c'est celle qui lie la croissance nominale à long terme dans un pays avec les taux longs sur les obligations d'Etat. Suivant ce principe, lorsque la croissance sur les dix dernières années a été de 4 %, les taux longs, en toute logique, évoluent aux alentours de 4 %. Curieusement, alors que la croissance nominale aux Etats-Unis sur les dix dernières années a été de 3,5 %, les taux longs, depuis des mois, avoisinent 1,7 %. Ce qui veut dire que le marché obligataire est grotesquement surévalué.

Deux explications peuvent être fournies pour justifier cette surévaluation :

1. la crainte que le monde n'entre en déflation/dépression ;
2. les manipulations auxquelles la banque centrale américaine se livre.

De fait, si ces deux facteurs venaient à disparaître, il y aurait fort à parier que les rendements des emprunts d'Etat américain à long terme se tendent bien au-delà de 3 %. Nous devons donc nous préparer à faire une entrée fracassante dans un *bear market* d'anthologie sur le marché obligataire américain. Cette perspective devrait conduire un certain nombre de commentateurs de l'économie et des marchés financiers à nous prédire du même coup la baisse des actions et des marchés boursiers. Car, pour beaucoup, la hausse des taux est synonyme de baisse des marchés d'actions. Or ce postulat est faux. Du moins ne s'est-il pas vérifié par le passé. Les sept grandes périodes de hausse des taux observées depuis 1982 aux Etats-Unis ont par deux fois été sans conséquences pour le marché des actions. Et, à cinq reprises, elles ont été accompagnées en parallèle d'une très forte valorisation des actions, pour la simple et bonne raison que la remontée des taux sur le marché obligataire anticipait non pas une hausse de l'inflation mais une hausse de l'activité économique, par définition favorable aux actions.

Les taux ont donc commencé à se tendre fortement aux Etats-Unis, et c'est une très, très bonne nouvelle. Enfin, ai-je envie de dire… Je persiste et signe dans ma recommandation de surreprésenter les actions américaines et les valeurs dollars dans les portefeuilles. Même si, depuis trois ans, Wall Street a surperformé la Bourse de Paris de plus de 50 %. D'autant que je ne suis pas persuadé que la remontée des taux nous profite de la même façon. Pour des raisons parfaitement compréhensibles, les taux longs français sont complètement corrélés aux taux américains. Les taux longs en France vont donc monter, et très sensiblement, ce qui va rendre notre déficit budgétaire quasiment ingérable. Je plains le prochain vainqueur de la présidentielle en France, qui risque de se retrouver dans une situation comparable à celle de Papandréou en Grèce ou Zapatero en Espagne. Je maintiens donc qu'à la Bourse de Paris il ne faut conserver que des actions exportatrices, qui seront les moins touchées par le drame budgétaire français.

* *charlesgaves@gmail.com*