

La hausse des taux de la Fed est proche. Faut-il la craindre?

Du stress grec à l'inquiétude pour la politique monétaire américaine

La comédie grecque a conclu un de ses actes. L'entracte ne durera sans doute pas des années ou même des trimestres. Mais, sur les marchés financiers, le maximum de nervosité, la peur de l'incertitude et même de l'entrée dans l'inconnu avec une zone euro en voie d'éclatement, sont passées. Et finalement assez bien passées : au plus fort de la crise, l'indice CAC 40 gagnait encore 15 % par rapport à la mi-décembre. Et l'indice italien 12 %.

Les fondamentaux reprennent le dessus et la réalité du cycle de croissance européen est au centre des stratégies de portefeuille, les premières publications semestrielles des entreprises et les discours des managements à cette occasion confirmant les statistiques économiques. Mais entretenir le stress est une des fonctions, sinon des marchés financiers eux-mêmes, en tout cas des courtiers et de leurs analystes. Et, pour retrouver une préoccupation, un facteur de risque, il suffit de tourner la tête. Au lieu de regarder à l'est avec la Grèce, les regards se portent à l'Ouest, aux États-Unis.

«À un moment dans l'année, il sera approprié de relever les taux»

C'est le moteur de la hausse des marchés d'actions américains depuis six ans qui est en cause. La politique monétaire de la Réserve Fédérale s'est un peu infléchie depuis le mois d'octobre dernier et la fin des achats mensuels massifs de créances aux banques. Mais, si les injections ont été stoppées, on n'en est pas au rachat et à la réduction du bilan de l'institut d'émission, qui reste proche de 4.500 milliards de dollars, le double de ce qu'il atteignait en 2010.

L'étape suivante vers la normalisation ne touche pas les engagements de la Fed, mais le niveau de ses taux directeurs. On sait que la première arme des banquiers centraux est celle du discours. Sur ce plan, au gré des interventions de Janet Yellen, la patronne de la Réserve Fédérale, la perspective d'une hausse des taux est évoquée depuis des mois, mais, pratiquement systématiquement non seulement au conditionnel, et de plus mise en perspective sur un calendrier savamment mal défini. Il n'en reste pas moins que, les mois passant, on s'approche de l'inéluctable.

Le discours se fait ainsi plus précis, par touches successives, mais le mouvement est là. Mme Yellen a profité de son audition de la mi-juillet devant les parlementaires américains pour préciser son approche de la problématique. «À un moment dans l'année, il sera approprié d'augmenter les taux fédéraux (pour) commencer à normaliser la politique monétaire.» Comme toujours, le propos est nuancé : «La politique monétaire va rester extrêmement accommodante pour une certaine période de temps.»

Il n'en demeure pas moins que la perspective de cette hausse des taux directeurs peut être de nature à déséquilibrer les marchés des taux d'intérêt – qui sont loin de prendre en compte les relèvements successifs dans les contrats à terme. L'impact

pourrait être direct sur les actions américaines, toujours dans des niveaux records, et amplifié dans les pays émergents, pour les obligations comme pour les actions.

Les trois facteurs qui détermineront le calendrier de la Réserve Fédérale

Comment la réserve Fédérale va-t-elle juger de l'opportunité de passer à cette phase vers la normalisation de sa politique?

Le premier point concerne l'inflation. On est aujourd'hui sorti des scénarios de déflation possible et les dernières statistiques montrent même une dérive des prix qui s'approchent des objectifs. Hors énergie et alimentaire, l'inflation s'est établie à 1,8 % en juin, ce n'est pas éloigné des 2 % visés pour l'indice global.

Le deuxième relève de l'indicateur retardé de la croissance qu'est le marché du travail. On sait qu'il s'agit là d'un des critères les plus suivis par les responsables de la politique monétaire américaine (contrairement à ce qui est le cas en Europe continentale). Sur ce point, le constat est mitigé : le taux de chômage de 5,3 % de la population active montre une situation proche du plein emploi. Mais Janet Yellen elle-même assure que les inactifs qui ne recherchent pas de travail – et sont donc hors statistiques – sont encore trop nombreux et «qu'ils le feraient si le marché de l'emploi se portait mieux». Pour résumer, au-delà de l'indicateur brut, on n'est pas au niveau d'emploi maximal. Sur le plan des salaires en revanche, la Fed semble un peu sévère et la réalité d'une phase d'augmentation est réelle, même si leur ampleur est encore modérée.

Le troisième grand point est la gestion du cycle de croissance à venir. Les indicateurs avancés montrent que l'accident du premier trimestre n'a pas cassé l'expansion de l'économie américaine et, cette semaine les mises en chantiers de logement ont assez illustré la réalité des enquêtes de confiance. Reste évidemment la croissance mondiale et ses effets sur l'économie américaine. La puissance de la reprise européenne est un des éléments qui amènent la Fed à un certain optimisme. Sans mésestimer le risques chinois (dette élevée, marché immobilier faible, forte

volatilité des actifs financiers), Mme Yellen n'exclue pas que «la croissance mondiale accélère plus vite que ne l'anticipent les observateurs.».

Les risques induits poussent à accélérer le mouvement

Les facteurs amenant au relèvement des taux directeurs sont là et, surtout, ils sont dans le discours de l'institut d'émission. Le risque de krach obligataire et de dérèglement du crédit dans les pays de l'OCDE semble assez bien maîtrisé. En revanche, l'impact pourrait être fort dans les pays émergents. Mais on a bien compris que la Fed prendra le risque.

Sur quel calendrier ? À quel rythme ? On peut parier sur un premier relèvement lors de la réunion des 16 et 17 septembre du comité monétaire. Il pourrait être poursuivi dès cette année (mi-décembre) et on peut attendre au final une hausse de 0,5 % des taux directeurs dans les six mois, et une accélération au premier semestre 2016, avant une stratégie plus prudente à l'approche des élections présidentielles de novembre.

Les risques ne peuvent être ignorés. Mais ils incitent paradoxalement à accélérer le mouvement. La Réserve Fédérale américaine doit de se reconstituer une marge de manœuvre tant que le cycle économique est en expansion, de façon à pouvoir agir quand il ralentira ou menacera de s'inverser. C'est un peu ce que sa présidente a déclaré la semaine dernière au Congrès : «si nous attendons plus longtemps, cela impliquera que, quand nous relèverons les taux, nous devons le faire plus rapidement. L'avantage de commencer tôt est de décider des hausses de taux progressives.»

La nécessité d'agir s'impose, et les investisseurs devraient réagir avec mesure aux annonces. D'une part ces relèvements de taux directeurs assurent la possibilité de gestion de l'économie par l'arme monétaire dans l'avenir. D'autre part, la Fed conserve toujours indépendamment du niveau de ses taux, l'arme de la politique non conventionnelle de création de monnaie et on sait qu'elle n'hésiterait pas en cas de besoin.