

## Les agents économiques face à des taux d'intérêt très bas « pour une période considérable »

Ainsi les taux d'intérêt à court terme en dollars seront maintenus à un niveau proche de zéro « pour une période considérable ». C'est en tout cas l'affirmation de Janet Yellen, la patronne de la Réserve Fédérale, à l'issue du conseil de politique monétaire de la semaine dernière. Ce « temps considérable » qui va s'écouler entre la fin des rachats d'actifs par l'institut d'émission – qui interviendra en octobre – et le relèvement des taux directeurs, n'a rien d'une annonce en l'air. Le calendrier des investisseurs – qui allait pour cette hausse du loyer de l'argent du premier au troisième trimestre 2015 – se trouve décalé. Mme Yellen est allée plus loin encore, n'envisageant un retour à la normale de la taille du bilan de la Réserve Fédérale que ... dans dix ans.

### Les indicateurs de croissance ne satisfont pas (encore) la Fed

Ces propos et l'analyse qu'ils expriment ont pris les marchés financiers un peu à contrepied. Les éléments qui permettraient un durcissement de la politique monétaire sont en effet présents. La Fed elle-même, dans des prévisions inférieures au consensus des économistes, table sur une croissance du produit intérieur brut américain de 2,6 % à 3 % en 2015. Le mouvement est là et produit ses effets, le taux de chômage l'année prochaine étant anticipé autour de 5,5 %, pour un niveau déjà assez satisfaisant de 6 % fin 2014.

Les facteurs d'accélération de l'investissement sont en place, ce qui est plus le cas encore pour la consommation. En plus des indications d'emploi, les prix du marché

immobilier sont déterminants, compte tenu du fonctionnement du marché des prêts hypothécaires. L'attention de la Réserve fédérale à la valorisation des actifs ne se mesure pas seulement aux cours de Bourse (Wall Street est à un niveau record), mais aussi aux logements et, malgré une inflexion de la hausse durant l'été, l'avance de plus de 8 % sur un an de l'indice Case Schiller qui mesure la valeur de l'immobilier résidentiel, montre un assainissement mené à bien.

Comment interpréter les propos de la patronne de la Fed dans un tel contexte ? Quand elle annonce qu'elle remontera le loyer de l'argent « quand elle jugera la croissance suffisante », elle admet donc en sens inverse que ce n'est pas le cas aujourd'hui. Les estimations officielles d'expansion revues (très légèrement) à la baisse et l'attente de plus de certitude concernant le marché de l'emploi avant de bouger vraiment n'apparaissent que comme des arguments face à de réelles interrogations qui subsistent quant à la force du cycle.

### Les investisseurs ne craignent pas l'inflation : les taux longs américain ont nettement baissé depuis le début de l'année

Cet écart entre la perception des responsables de la Réserve Fédérale et celle les économistes ne se retrouve pas sur les marchés financiers. Les investisseurs, loin d'anticiper l'inflation ou les hausses de taux directeurs, continuent d'acheter des obligations et ont même provoqué une baisse des taux longs. Le rendement des

fonds fédéraux à 10 ans est revenu de 2,91 % au début de l'année à 2,53 % aujourd'hui, et, le rebond des taux depuis la fin août a été cassé depuis le plus haut de 2,606 % d'il y a huit jours.

Les indications de croissance n'ont pas impressionné longtemps ces marchés, les plus liquides, qui sont par nature moins dirigés que les taux courts, même si les rachats d'obligations d'Etat (Quantitative Easing) assurent la liquidité. Les excès du début du mois en Europe également (moins de 1 % pour le 10 ans allemand et moins de 1,40 % pour le français) n'ont été que consolidés, sans que des anticipations de hausse des rendements se développent.

Contrairement à bien des économistes, les investisseurs ne prennent pas en compte des éléments inflationnistes, même aux Etats-Unis et les scénarios de déflation, jugés moins probables, ne sont pas écartés.

## La situation va durer : la recherche du rendement va guider les portefeuilles

Cela peut-il durer ? Cela va-t-il durer ? Si les facteurs de nouvelles baisses de taux longs américains ne sont pas très forts (le principal serait une déflation en Europe), il est en tout cas difficile d'anticiper rapidement une remontée. L'argent surabondant « pendant une période considérable », les grandes puissances économiques s'y mettent toutes : l'Europe continentale après les Etats-Unis, le Japon et la Grande Bretagne. Les pays émergents sont en voie de stabilisation financière et leur regain d'activité est essentiellement exportateur, ce qui pèsera encore sur les prix dans le monde développé. Le pétrole ou le cuivre sont des indicateurs pour les pays dits de croissance : leurs cours marquent une baisse de plus de 10 % depuis le début de l'année, ce qui est loin d'être inflationniste.

On (re)commence à parler de bulle obligataire dans les salles de marché, mais le mieux est sans doute pour les agents économiques de faire comme si la situation actuelle allait encore durer longtemps. C'est la marche à suivre pour l'épargne. On observera que les obligations conservent un taux réel compte tenu de la faible dérive des prix et, surtout, qu'en cas de baisse assez durable des prix (ce qui pourrait bien

être le cas en Europe comme cela l'a été au Japon), la fiscalité est – toujours en taux réel – moins pénalisante.

Cela posé, l'épargne a toutes les raisons de préférer les biens réels assurant des rendements, comme certains placements immobiliers et, plus encore, les actions qui, assurent une rémunération en versant à leurs actionnaires jusqu'à 50 % de leurs profits, tout en se valorisant et assurant de la croissance.