

# Taux à court terme Remontée attendue

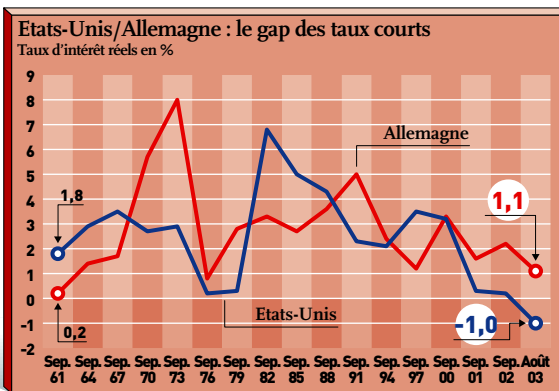
La faiblesse actuelle des taux courts a des effets positifs sur l'activité économique. Mais la remontée est porteuse de risques.

La rémunération actuelle des placements monétaires est aujourd'hui exceptionnellement basse dans les principaux pays (nulle au Japon, 1% aux Etats-Unis et 2% dans la zone euro). Les taux à court terme aux Etats-Unis n'étaient jamais tombés à moins de 3% entre le début des années 60 et le 11 septembre 2001 ! Cette faiblesse historique des taux courts a joué un rôle majeur dans le redressement des



Par **Olivier Davanne** et **Thierry Pujol**  
Associés de DPA Conseil

marchés actions depuis leur point bas du printemps. Au-delà des effets favorables sur l'activité économique, des taux à court terme déprimés poussent en effet nombre d'investisseurs à prendre des risques pour améliorer le rendement de leurs placements et à se reporter sur les obligations longues publiques ou privées et sur les actions. Mais ces conditions monétaires exceptionnelles ne peuvent durer éternellement : à quelle vitesse les taux remonteront-ils et quel niveau atteindront-ils dans deux ou trois ans, si le retour de la croissance et un recul progressif du chômage se confirment ? L'observation des taux sur les quatre dernières décennies fournit un premier élément de réponse : les placements monétaires ont eu un rendement réel significativement positif, un peu supérieur à 2,5% (graphique). Aux Etats-Unis, depuis le début des années 60, les taux courts réels se sont ainsi situés en moyenne à 2,6%. En Allemagne, référence naturelle pour la zone euro, ils ont fluctué autour de 2,7%. Sur la base d'une inflation normale, qui se situerait en Europe autour de 2% et dans une fourchette 2,5%-3% aux Etats-Unis, l'analyse du passé plaide ainsi pour des taux courts fluctuant à terme autour de 4,5% dans la zone euro et à plus de 5% aux Etats-Unis. Le potentiel de remontée des taux semble ainsi considérable. Ces évaluations doivent cependant être interprétées avec une grande prudence, notamment pour la zone euro. D'une part, le vieillissement de la population dans les pays industrialisés pourrait réduire, dans la durée, les taux d'intérêt réels d'équilibre. La faible croissance, voire le recul, de la popu-



Depuis le début des années 60, les placements monétaires ont un rendement réel positif un peu supérieur à 2,5%.

les taux des obligations à dix ans sont ainsi début novembre toujours légèrement plus faibles aux Etats-Unis qu'en Europe. Certes, les économistes prévoient en moyenne une hausse de 0,7% des taux courts américains dans l'année qui vient, contre 0,2% seulement dans la zone euro. Mais, par la suite, l'écart de taux court anticipé entre les deux zones reste modeste. C'est ce qu'indique une analyse attentive des courbes de taux d'intérêt et des primes de risque requises par les investisseurs.

Comment tirer parti de l'étrange sérénité actuelle des acheteurs d'obligations américaines en dépit des déséquilibres financiers outre-Atlantique ? Pour les quelques gestionnaires ayant un portefeuille diversifié et une liberté suffisante de gestion, il est tentant de vendre de façon significative les obligations américaines pour acquérir les obligations en euros. Au total, l'entrée probable dans un cycle de remontée des taux courts l'année prochaine sera porteuse de risques sur les marchés financiers. Mais la cherté relative des obligations américaines offre en contrepartie des opportunités d'arbitrage à l'investisseur à long terme suffisamment réactif. ●

lation active réduira les besoins en investissement alors même que l'épargne-retraite est appelée à croître, favorisant ainsi une tendance à l'excès d'épargne, propice à des taux réels plus bas. D'autre part, la croissance spectaculaire de l'endettement extérieur américain et la dérive marquée des finances publiques outre-Atlantique sont des facteurs d'affaiblissement du dollar et de creusement structurel de l'écart de taux entre les Etats-Unis et le reste du monde. Au total, les taux européens pourraient rester durablement sous la barre des 4% et l'écart de taux courts avec les Etats-Unis devrait se renforcer dans les prochaines années.

De façon surprenante, ces perspectives de retournement monétaire plus marqué aux Etats-Unis ne semblent pas encore correctement prises en compte par les marchés. A 4,3%,