

Lettre n°88

Hausse des taux, quels risques pour les marchés ?

« *Apprendre à voir, à distinguer, à décrire, ce qui se trouve sous nos yeux* » *Husserl.*

En l'espace de deux ans, d'évidence, le monde a changé, aussi, les grilles de lecture des marchés doivent évoluer et il est bon de suivre le conseil du philosophe Husserl. Les actifs jugés sans risque dans un contexte de taux zéro ou négatifs sont aujourd'hui fragilisés, les valorisations élevées des sociétés de croissance sont exposées, le confort apporté par les sociétés à dividendes élevés est remis en cause et on pourra multiplier les exemples dans cette Lettre 88.

- *Le souvenir des taux bas :*

Après la crise financière de 2008, la dette publique augmentait presque partout dans le monde mais le coût de la dette ne s'aggravait pas car il y avait une diminution des besoins d'investissement, un excédent d'épargne de populations vieillissantes (« saving glut ») et les injections de liquidités, donc des taux faibles voire négatifs pour les grands pays.

Conséquence de cette politique de taux bas, il y a eu inflation du prix des actifs, accroissement des inégalités, et méallocation des capitaux mais la croissance du PIB n'a pas été stimulé. Il y a eu une multiplication des « zombies » compagnies, beaucoup d'investissements improductifs et beaucoup de grandes sociétés ont profité d'emprunts à bas coûts pour racheter chèrement des concurrents, renforcer leur position dominante, perdant ainsi les incitations à investir et innover.

Le bilan n'est pas flatteur car, selon l'ONU, en 20 ans la dette publique mondiale, \$9200 milliards, a été multipliée par 5 quand le PIB n'a été multiplié que par 3.

- *Le surgissement des hausses de taux :*

Il y a un an, les hausses de taux décidés par les banques centrales avaient pour cause le resserrement de la politique monétaire, des craintes de dérapage de salaires et des appréhensions sur une inflation durable.

Aujourd'hui, les taux longs poursuivent leurs hausses car les marchés s'inquiètent de l'aggravation des dettes publiques et de la charge des intérêts sur cette dette si les taux restent durablement élevés. C'est le retour de la fameuse prime de risque longtemps occultée par le « quantitative easing ».

A cette crainte s'ajoutent des facteurs structurels, la fin d'une énergie bon marché dans un contexte de transition énergétique, le coût de cette transition pour les Etats, la perspective de budgets militaires accrus, les incidences du vieillissement sur les dépenses de santé et de retraite.

Des taux longs durablement élevés, telle est l'inquiétude suscitée par les récents propos de Powell à la tête de la FED. Des propos justifiés par la solidité apparente de la croissance et les bons chiffres de l'emploi. Des propos motivés par la récente hausse des prix du pétrole.

Mais les hausses de taux laissent craindre une glissade vers la récession, jusqu'alors évitée.

Il y a moins d'un mois, les attentes de taux longs à l'horizon de la fin 2024 étaient de 4.2%, désormais elles sont de 4.8% car les marchés anticipent une poursuite de la réduction du bilan des banques centrales dans un contexte d'insuffisance d'épargne pour financer les divers besoins.

Pour mieux cerner les risques, on analysera successivement les craintes pour les Etats, les craintes pour les entreprises endettées, les craintes pour les ménages et les craintes pour les marchés.

Les craintes pour les Etats :

Dans les pays Occidentaux :

- L'environnement financier :

Aujourd'hui, la dette publique mondiale atteint 90% du PIB mondial, cinq des pays du G7 ont une dette publique qui dépasse 100% du PIB.

Globalement, depuis le début de la remontée des taux, la hausse est de 5.2 points aux Etats-Unis, 5.1 points en Grande-Bretagne, 4.25 points dans la zone Euro.

Après le retrait du AAA des Etats-Unis, le club des pays AAA, les moins endettés, avec les trois agences de notation se réduit à la Suisse, l'Allemagne, l'Australie, la Norvège, le Luxembourg, Singapour, les Pays-Bas, la Suède et le Danemark.

Les besoins budgétaires additionnels des Etats sont substantiels : environ 0.5 point de PIB pour les incitations à la réindustrialisation, approximativement 2 points pour la transition énergétique. Les excédents d'épargne mondiale sont absorbés et il y aura donc des taux longs plus élevés.

- Etats-Unis :

Aux Etats-Unis, l'encours de bons du trésor est passé de \$5000 milliards début 2008 à \$25000 milliards. En juillet, les taux à 2 ans étaient 1.1 points supérieurs aux taux à 10 ans, un record pour les quarante dernières années. Depuis lors, l'écart a été réduit à 0.3 point parce que les taux longs se sont beaucoup tendus.

En 2007, les taux à 10 ans étaient à 4.6% mais la dette publique américaine n'excédait pas 35% du PIB. Aujourd'hui, elle tangente 100% du PIB.

Selon Fitch, le service de la dette est majoré de 25% à \$650 milliards, représente 2.5% du PIB et, dans les prochaines années, va fatalement augmenter car le déficit budgétaire est élevé à 6.5% du PIB pour l'exercice fiscal clos au 30 septembre 2023, soit \$1700 milliards contre 5.5% en 2022.

- Europe :

En Europe, les taux longs, hormis en Italie et en Grande-Bretagne, donc le coût de la dette, sont plus faibles qu'aux Etats-Unis. L'inquiétude se porte actuellement sur l'Italie, pays très endetté, 140% du PIB pour la seule dette publique et pays peu soucieux d'orthodoxie budgétaire puisque le gouvernement Meloni envisage un déficit budgétaire de 4.3% du PIB en 2024 sur fond de prévision de croissance du PIB optimiste à 1.2%.

Même en Allemagne, le service de la dette publique est un sujet car il est passé, selon Fitch, de €4 milliards en 2021 à €30 milliards cette année.

En France, la dette publique était de 21% du PIB en 1980, 67% en 2007, 98% en 2019 et elle avoisine 110%. Le coût de la dette, négatif en 2021 est aujourd'hui à 3.50%. La charge d'intérêts, €36 milliards en 2020, va atteindre €52 milliards cette année et la hausse va se poursuivre car la maturité de la dette est entre 7 et 8 ans.

Dans les pays émergents :

- Chine :

En Chine, selon le FMI, la dette cumulée de l'Etat, des provinces et des collectivités locales avec les LGFV, Local government financial vehicles à l'origine du financement des infrastructures, atteint 120% du PIB et devrait, selon le FMI, s'établir à 150% en 2027. Cette dette s'ajoute à la dette des entreprises et à celle des ménages et globalement représente 3x le PIB, un niveau très élevé pour un pays émergent, même si cette dette est financée par l'épargne locale en Yuans.

- Autres pays émergents :

La hausse des taux et la dépréciation des devises de nombreux pays émergents fragilisent nombre de ces pays.

Depuis début 2022, le coût d'emprunt des pays notés C, les plus endettés, a augmenté de 14 points, bridant la possibilité de croissance et obligeant à penser un allègement des dettes ! Les pays Occidentaux poussent la Chine, gros prêteur ces dernières années, à alléger la dette mais elle s'y refuse. La Chine voudrait changer les règles afin que le FMI et la Banque mondiale renoncent à leur statut de créanciers privilégiés et renoncent à une partie de leurs créances. La Banque mondiale refuse de crainte de voir sa note dégradée et ainsi de ne plus pouvoir prêter à taux bas.

Une augmentation des capacités de prêts de la Banque mondiale ne réglerait rien.

Ainsi, la part des créanciers, point n'est question de réduction de la dette, tout au plus sont à l'étude des rééchelonnements. Tel devrait être le cas de l'accord en voie de finalisation avec la Zambie. Tel devrait être l'enjeu des prochains mois pour de nombreux pays d'Afrique subsaharienne.

Les pays les plus risqués sont l'Ethiopie dont le spread avec les Etats-Unis atteint 50 points, la Tunisie, 35 points, le Pakistan plus de 20 points, le Ghana et, globalement, une vingtaine de pays sont ainsi susceptibles de faire défaut.

Les craintes pour les entreprises endettées :

Ces quinze dernières années, l'environnement de taux faibles n'était pas discriminant et même les entreprises endettées parvenaient à se financer à des taux très attractifs. Cette période est révolue et les sociétés endettées sont désormais à la peine, leur « business model » est fragilisé car les refinancements sont coûteux.

- Aux Etats-Unis :

Les taux moyens en \$ sur l'Investment grade sont à 6% contre 1.9% au plus bas fin 2020. Pour les « junk bonds », les taux moyens sont à 9% contre 4.5% en 2021 et les émissions depuis le début de l'année représentent un peu plus de \$100 milliards.

Les défauts sur ce marché des « junk bonds » évalué à \$1400 milliards augmentent depuis le début de l'année. On compte près de 20 défauts pour plus de \$20 milliards, soit davantage sur les 5 premiers mois que pour les deux années 2021 et 2022.

Devant les réticences des banques à prêter, des entreprises endettées se tournent vers le marché de la dette privée. Selon Prequin, le marché de la dette privée a explosé, \$300 milliards en 2010, \$1500 milliards aujourd'hui car, par rapport aux banques, les fonds de dettes privées n'ont pas les contraintes des banques.

Reflet des préoccupations, l'indice Russell 2000 aux Etats-Unis des petites valeurs, à 1736, est en baisse de 11% depuis son point haut du 31 juillet à 2003 et de près de 30% depuis son plus haut historique en août 2021 à plus de 2400. Près d'un tiers des sociétés du Russell 2000, il faut le rappeler, se financent à taux variables et sont donc fragilisées par les remontées successives des taux. Les petites sociétés ont toujours été plus dépendantes des crédits bancaires que les grandes et aujourd'hui elles sont confrontées à des restrictions de crédit. Les craintes affectent également les banques régionales américaines et Moody's a baissé la note d'une dizaine de petites banques.

Le S&P500 est lui-même en retrait de près de 10% par rapport à ses plus hauts du 31 juillet, même si seulement 5% de sociétés se financent à taux variables.

En réponse à la hausse des taux, les entreprises ont tendance à emprunter sur des durées plus courtes, accédant à l'idée de taux élevés pour une durée brève. Aux Etats-Unis, le marché des obligations Investment grade, \$8600 milliards d'encours, est ainsi passé d'une maturité moyenne de 16 ans en 2021 à 10.5 ans.

Le taux de défaut est récemment monté à 3% contre 1% en 2021 et un taux moyen inférieur à 2% depuis 2010, selon Fitch. Ce taux pourrait selon l'agence de notation monter à 4.5% en 2024 mais rien d'alarmant à ce jour au regard des 10% observés durant la crise financière de 2008.

- En Europe :

Le taux de défaut est passé de 1% à 3.4% selon S&P et devrait toucher 3.7% en 2024. Rien à voir avec les 9% observés en 2008 mais la hausse des taux a été fatale à l'indépendance du groupe Casino et elle fragilise d'autres sociétés endettées comme Altice.

Les craintes pour les ménages :

A ce jour, spécialement aux Etats-Unis, la consommation a résisté à l'incidence des hausses de taux, 20% seulement de la dette des ménages est à taux variables, le service de la dette représente seulement 9.6% de leur revenu disponible brut contre plus de 13% en 2008 mais, devant la prolongation et l'amplification du phénomène, certains s'inquiètent.

Dans l'immobilier, le taux des hypothèques à 30 ans aux Etats-Unis est désormais à 7.50%. Partout, on constate une chute des transactions mais les prix résistent car les stocks sont souvent faibles. C'est là une différence avec la crise de 2008. Le segment le plus exposé est l'immobilier commercial.

L'endettement global des ménages atteint \$17060 milliards, la dette des ménages hors immobilier est élevée à \$3800 milliards dont \$1600 milliards pour les 43 millions de prêts pour les étudiants, \$1400 milliards pour les crédits autos et le reste pour les cartes de crédit dont l'encours a dépassé \$1000 milliards pour la première fois au 2^{ème} trimestre.

Côté épargne, le montant des fonds placés dans les fonds monétaires, \$5400 milliards, n'a jamais été aussi élevés.

Les craintes pour les marchés :

- *Les marchés actions :*

La hausse des taux à long terme affecte la valorisation des actions. Ne nous laissons pas abuser par la performance du S&P500, biaisée par les hausses de quelques titres. Dans les faits, le même indice avec des titres équipondérés montre aujourd'hui un recul depuis le début de l'année.

Certes les valeurs bancaires profitent de la hausse des taux. En témoignent les résultats des banques américaines au 3^{ème} trimestre, une hausse de 35% à plus de \$13 milliards pour JP Morgan, \$5,8 milliards pour Wells Fargo, soit une augmentation de 60% sur 1 an. Mais ce secteur ne pèse pas beaucoup dans l'indice S&P500.

Nonobstant l'abondance de liquidités, les valeurs de technologie, GAFAM incluses, souffrent de la remontée des taux car leurs PER sont élevés. Microsoft se paie 27x, Apple 26x, des niveaux supérieurs à leur moyenne des dix dernières années, 23x et 17x. Les grandes sociétés de la tech, riches de liquidités, semblent à nouveau sortir vainqueurs de cette remontée des taux. Selon les données de S&PCapital IQ, à fin juin sur 1 an, les 7 grandes valeurs de la tech avaient gagné \$13.3 milliards de revenus d'intérêts, un chiffre supérieur à leurs frais financiers évalués à \$9.6 milliards.

Autres perdants de la remontée des taux, les valeurs usuellement attractives grâce à leurs dividendes, hier supérieurs aux taux, aujourd'hui inférieurs.

Les petites valeurs, à tort ou à raison, jugées plus exposées à une éventuelle récession, corrigent davantage que les grandes valeurs.

- *Les marchés obligataires :*

L'année 2022 avait été la pire des cinquante dernières années pour les marchés obligataires, l'année 2023 suscitait des espoirs, comblés les premiers mois, déçus cet été car on assiste à une hausse des taux courts comme des taux longs et ainsi, les marchés obligataires pourraient clôturer une troisième année de baisse.

Aux Etats-Unis, la réduction du bilan de la FED depuis mars 2022, -\$1000 milliards à \$8000 milliards est une des causes des tensions sur les taux. Les taux des Treasuries à 2 ans atteignent 5%, les taux à dix ans, 4.60%, loin des 3.80% en juin.

- **Les marchés devises :**

Gagnant de la remontée des taux, le \$. Perdantes, les devises de pays émergents, surtout s'ils sont endettés en devises. Topique, la difficulté de l'Argentine à éviter une énième banqueroute.

Conclusion : « *Celui qui voulait vivre une vie paisible aurait mieux fait de ne pas naître au XXème* » **Trotsky.**

Aussi incongru que cela peut paraître, terminons avec ce mot de Trotsky mais il fait écho à l'ampleur des remises en cause auxquelles les investisseurs doivent s'adapter. En synthèse, on terminera cette Lettre 88 avec 4 remarques, pas nécessairement alarmantes :

- **La désinflation se poursuit :** la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation est moindre, l'appréciation des salaires reste sous contrôle.
- **La résistance des taux longs :** dans la plupart des pays, les attentes pour une meilleure prise en charge par les Etats des coûts de la transition énergétique, de l'effort de défense nationale, de la couverture des dépenses de santé et de retraite de populations vieillissantes concourent à un nouvel accroissement des ratios d'endettement, donc des tensions sur les taux longs.

Les tensions initiales sur les taux d'intérêt en 2022 et au 1^{er} semestre 2023, résultaient de l'inflation, les tensions récentes proviennent d'inquiétudes sur la trajectoire budgétaire des Etats (exemple un déficit budgétaire élevé aux Etats-Unis) ou sur la solvabilité de pays déjà endettés, exemple l'Italie. En 2024, la baisse des taux sera plus lente que prévue à 5.1% aux Etats-Unis, selon la FED et non plus quatre baisses comme anticipé, il y a encore peu de temps par le marché.

- **La hausse des taux longs n'est pas incompatible avec la croissance :** beaucoup ont oublié la forte croissance des économies entre 1982 et 1990 en dépit de taux élevés. Il en fut de même dans les années 90 et entre 2002 et 2007. A l'inverse, la croissance mondiale n'a pas profité des taux zéro ou négatifs et l'endettement a crû dangereusement. Donc, ne soyons pas trop pessimistes. A court terme, la hausse des taux pénalise la construction de logements et l'investissement, fait tomber les entreprises fragiles. Mais, une fois stabilisés, même à un niveau élevé, les taux ne sont pas un obstacle à la croissance.
- **Certains actifs pénalisés :** autant la période de taux 0 ou négatifs avait lissé les conditions entre sociétés peu endettées et sociétés endettées, autant la remontée des taux fait exploser les primes de risque pour les petites sociétés et les sociétés endettées, élargit les « spreads » de crédit, aggrave les taux de défaut des sociétés endettées, incite à se focaliser sur les actions et les obligations de qualité, fragilise les fonds de private equity, pénalise l'or, en baisse de 6% ces derniers temps, et les valeurs à dividendes comme les « utilities ». A l'inverse, la performance des obligations, très mauvaise en 2022, décevante en 2023, devrait s'améliorer mais nous ne reverrons pas les taux longs d'il y a deux ans.

Genève, le 19 octobre 2023

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance Pte Ltd**(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.