

Lettre n°158

Causes et incidences des tensions sur le marché obligataire aux Etats-Unis et dans le monde

« La première panacée pour une nation mal dirigée est l'inflation monétaire, la seconde est la guerre. Les 2 apportent prospérité temporaire et destruction indélébile. Les deux sont le refuge des opportunistes économiques et politiques » Ernest Hemingway.

Hemingway, prix Nobel de littérature, n'était pas économiste mais il visait juste. L'élection de Trump doit beaucoup à des promesses de diminution de l'inflation et d'accroissement du pouvoir d'achat mais sa politique a comme résultat le contraire. Il dirige mal le pays, voudrait abaisser les taux à 1% pour permettre une inflation monétaire et a choisi la guerre sans stratégie claire.

Heureusement, Kevin Warsh, fraîchement nommé par Trump, n'a pas cédé aux pressions de Trump, s'efforce de préserver l'indépendance de la FED et majore les taux car l'inflation va encore augmenter.

Analysons les causes de tensions sur les taux longs puis les perspectives sur les taux courts et leurs incidences.

Les facteurs de tension sur les taux d'intérêt à long terme sont multiples :

- La hausse de l'inflation à 3.4% en août aux Etats-Unis, même 3.7% selon l'indice PCE suivi par la FED, devrait probablement continuer ces prochains mois car les hausses récentes des prix du pétrole et du gaz seront répercutées et la politique tarifaire de Trump est également inflationniste. Depuis 5 ans, on est ainsi loin de l'objectif d'une inflation à 2% et la FED devait réagir.
- 2^{ème} facteur de tension, le montant particulièrement élevé du déficit budgétaire aux Etats-Unis, à 5.9% du PIB en 2025, 6.4% en 2024, malgré l'absence de récession ! Les dépenses fédérales représentent 23% du PIB et les recettes, seulement 17%. Trump escomptait \$450 milliards de ses tarifs douaniers, mais, à raison, la Cour Suprême a invalidé cette politique et les remboursements ont commencé à un rythme rapide. Le déficit devrait cette année s'établir, selon l'OCDE, à 7.5%, atteindre \$2100 milliards contre \$1800 milliards en 2025 car la charge d'intérêt et le budget de la défense augmentent. La guerre contre l'Iran a déjà coûté \$38 milliards et les stocks d'armement sont très réduits. L'ambition initiale de Trump de supprimer l'impôt sur le revenu, \$2500 milliards de recettes, est sans conteste inenvisageable et semble avoir été oublié. Si Trump avait la possibilité de distribuer, comme il l'a promis, \$5000 à chaque américain en cas de victoire des républicains aux élections mid-terms, cela viendrait ajouter \$1200 milliards de déficit.

Selon le prix Nobel Stiglitz, une des causes de ce déficit est la moindre contribution des impôts sur les bénéfices, 1.3% du PIB, moitié moins que dans les années 1970, en dépit d'un doublement dans l'intervalle de la part des bénéfices en pourcentage du PIB.

Dans les autres grands pays, le déficit en % du PIB est plus faible mais pas moins problématique, en témoignent la Grande-Bretagne et la France.

- 3^{ème} facteur de tension, prolongement structurel du précédent point, la dette publique. Aux Etats-Unis, elle a déjà dépassé \$40 000 milliards, soit 125% d'un PIB de \$31 500 milliards, et s'est accrue de \$17 000 milliards depuis 2019, c'est-à-dire un montant équivalent à la dette accumulée durant les 225 années d'existence des Etats-Unis. La seule dette fédérale dépasse 100% du PIB à comparer avec un taux de 32% avant 2008 et le précédent record, 106% du PIB, datait de 1946 à la sortie de la guerre. Selon le FMI, les

émissions de l'Etat fédéral cumulées à celles des entités fédérées dépassent 7.5% du PIB cette année, soit un pourcentage plus élevé que dans tous les autres grands pays.

- 4^{ème} facteur et corolaire du précédent, les frais financiers sur la dette fédérale. Ils excèdent \$1000 milliards, soit 3.3% du PIB à comparer à une moyenne de 2.1% du PIB ces 30 dernières années. Ces intérêts sur la dette sont désormais supérieurs au budget de la défense et ne sont inférieurs qu'aux budgets de la santé et des retraites.
- 5^{ème} facteur, la prime de terme, l'idée que la rémunération des taux courts va augmenter et donc la quête d'une prime pour la détention d'obligations longues.
- 6^{ème} facteur de tension, la volatilité accrue, la réduction du portefeuille de Treasuries détenu par les banques centrales étrangères à 31% et l'augmentation du poids relatif des hedge funds dans la détention de Treasuries. La Chine qui en 2013 détenait \$1300 milliards de Treasuries et était la première détentrice est désormais 3^{ème} avec \$600 milliards derrière le Royaume-Uni, près de \$1000 milliards, et le Japon, environ \$1200 milliards. En 2007, 75% de la dette américaine était dans des mains stables, banques centrales et fonds souverains, aujourd'hui seulement 50%.
- Enfin, la multiplication des émissions d'obligations par les sociétés de la tech ajoute à cet engorgement des marchés obligataires. Le phénomène est nouveau. Il y a encore 2 ans les GAFAM se vantaient d'être génératrices de Free Cash-Flow et multipliaient les programmes de rachats d'actions. La course de vitesse pour investir dans l'IA, \$800 milliards cette année, \$1000 milliards en 2027, a changé la donne et les marchés commencent à s'inquiéter non seulement de cette spirale d'endettement, en témoigne l'évolution du CDS d'Oracle, mais encore de futures dépréciations massives, « write off » d'investissements, car la concurrence est vive. Sur les seuls premiers 7 mois de l'année, selon Dealogic, les 6 géants de la tech ont émis \$245 milliards d'obligations.

Les hausses de taux courts ne sont pas terminées :

- En Europe, la Banque centrale européenne a déjà majoré 2 fois ses taux d'intérêt, aujourd'hui à 2.5%, la Banque d'Angleterre l'a maintenu à 3.75% mais laisse augurer d'une hausse prochaine. Seule, la BNS semble capable de maintenir ses taux à 0 et ce différentiel croissant est une des causes de la faiblesse relative du Franc Suisse récemment.
- Au Japon, la banque centrale devrait poursuivre la hausse de ses taux et tendre vers 2% car la dette publique est à un record mondial de 230% du PIB, la dette nette est à 130% du PIB, le taux d'inflation tangente les 2%, la nouvelle Premier Ministre, Madame Takaichi, veut abaisser la TVA, pourtant source de 20% des recettes publiques et l'enjeu est également de stabiliser la devise récemment à un niveau historiquement bas.
- La Chine, pourtant très endettée à 135% du PIB (la dette publique a doublé entre 2019 et 2024 à \$23 000 milliards) à cause d'un déficit budgétaire à 15% du PIB ces 5 dernières années n'envisage pas de hausse des taux courts et, dans un contexte de faible demande de crédits, les taux longs sont bas à 1.6%. Il n'empêche la situation est préoccupante car la dette globale, si on consolide la dette des entreprises et la dette des ménages, est à 350% du PIB. Pour \$1 de PIB, la Chine a besoin de \$6 de dette et il a encore fallu récemment financer un 2^{ème} plan de recapitalisation des banques de \$54 milliards.

La situation financière chinoise, depuis la crise immobilière est plus préoccupante que celle du Japon au début des années 1990 après sa crise immobilière. Le PIB/habitant y était alors à 108% de celui des Etats-Unis, celui de la Chine, est à moins de 20%.

- Aux Etats-Unis, Kevin Warsh, choisi par Donald Trump pour abaisser les taux d'intérêt à 1% n'a pas eu d'autre choix que de les augmenter de 0.25% à 3.75-4% et ce pour la première fois depuis l'été 2023. A la différence de ses prédécesseurs, il ne veut pas offrir au marché d'indices sur sa politique mais sa crédibilité est en jeu et l'écartement récent du spread entre les obligations à 2 ans et les obligations à 10 ans est un bon indicateur d'une nouvelle hausse d'ici la fin de l'année. Beaucoup anticipent des taux américains entre 4.25% et 4.5%, soit encore 2 hausses de taux d'ici la fin du 1^{er} trimestre 2027. L'effet immédiat de la majoration des taux courts a été une légère hausse du taux à 30 ans sur les Treasuries à 5.35%.

Si d'aventure Donald Trump augmentait les pressions sur la Fed pour freiner les hausses de taux courts, les tensions sur les taux longs n'en seraient qu'avivées.

Scott Bessent a essayé de stopper la hausse des taux longs en vendant des obligations courtes et réinvestissant le produit dans les obligations longues mais il a échoué et cette tentative de manipuler les taux contre les tendances fondamentales du marché n'ont pas de chance d'aboutir.

Une récession viendrait interrompre cette hausse mais pour l'heure, aux Etats-Unis, elle n'est pas anticipée car le taux de chômage reste faible à 4.1%, les attentes sur la croissance du PIB sont de 2.3% et les bons chiffres récents de création d'emplois ont accru les tensions sur les taux.

Conclusion : « *L'inflation est la seule forme d'imposition qui peut être imposée sans législation* » Milton Friedman.

- Comme l'écrit Milton Friedman, l'inflation est nocive pour la majorité des acteurs de l'économie. Kevin Warsh, en disciple de Friedman, voudrait réduire le bilan de la FED, actuellement de \$6600 milliards, (\$900 milliards en 2008 mais \$9000 milliards en 2022) mais cela abaisserait la liquidité et aggraverait les tensions sur les taux longs. La hausse des taux d'intérêt renchérit le coût du crédit pour les entreprises et les particuliers, donc freine l'investissement, le marché immobilier car les hypothèques à 30 ans approchent maintenant 7%, le crédit à la consommation notamment pour l'achat d'automobiles. Autant de secteurs à considérer avec prudence en Bourse. La hausse aggrave également le coût de refinancement de la dette publique et devrait finir par impacter la croissance du PIB.
- D'évidence, la hausse des taux courts n'est pas la réponse optimale à une inflation née d'un choc d'offre, en l'occurrence la hausse des prix du pétrole. Kevin Warsh voudrait limiter cette hausse des taux car il escompte des investissements dans l'IA, un surcroît de productivité, donc une croissance potentielle plus élevée mais il est prématuré de se prononcer sur la pertinence de cette thèse.
- Autres causes de l'inflation, non développées dans cette Lettre, les mesures protectionnistes, le coût des relocalisations, l'impact des tensions géopolitiques sur les coûts de transport.
- Selon l'OCDE, la dette dans les pays de l'OCDE est en moyenne de 112% du PIB, soit 40 points de plus qu'en 2008. Dans la zone Euro, elle est plus faible à 87% mais le contraste y est grand entre l'Allemagne à 64% du PIB, l'Italie à 137% et la Grèce à 146% du PIB et, selon le FMI, si les pays européens n'infléchissent pas la tendance, la dette en volume doublera d'ici 15 ans. Aux Etats-Unis, une dette publique globale à plus de 140% du PIB est redoutée dès 2030.
- En comparaison, la dette des pays émergents, 45% du PIB, semble plus attractive mais le FMI, dans son rapport, attire l'attention sur un accès aux marchés financiers plus coûteux, des marges budgétaires plus limitées et rappelle la nécessaire sélectivité car 56 de ces pays sont dans une situation critique.
- La dette mondiale, \$350 000 milliards, plus de 3x le PIB mondial, est en dérive constante. Peu d'Etats réduisent leurs déficits, plus rares encore sont les Etats en situation d'équilibre budgétaire et, entre les effets du vieillissement démographique, du ralentissement de la croissance économique mondiale et les besoins de financement accrus pour la défense, la transition énergétique, la santé et les retraites, rien n'augure d'une embellie même transitoire. On notera l'absence de corrélation entre dépenses publiques et dette publique puisque les Etats-Unis ont une dette élevée mais des dépenses publiques en % du PIB faibles.
- Sur les marchés, on a observé ces derniers mois un divorce entre les marchés obligataires et les marchés actions, inquiétudes des premiers, confiance des seconds, hausse de l'écart entre les taux courts et les taux longs mais réduction du spread entre les obligations d'entreprises et les obligations d'Etat. Deux bémols cependant, l'aggravation rapide de la dette privée à plus de \$3000 milliards et des risques de défaut, la fragilisation du marché du private equity mais nous n'investissons pas dans ces deux classes d'actifs.

Genève, le 18 septembre 2026

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay, #12-01 Hong Leong Building,
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@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 (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@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.