

## A quel niveau les taux d'intérêt deviennent-ils un problème ?

Alors que l'année avait commencé en fanfare pour les actifs risqués, la nette hausse des taux souverains américains a déclenché une correction boursière. L'accélération des salaires et de l'inflation a inquiété les investisseurs qui ont vendu des obligations souveraines (le taux US à 10 ans passant de 2,40 % début janvier à 2,90 %). Cette hausse des taux a ensuite impacté négativement les marchés actions.

Bien que, contrairement à de nombreux analystes, nous ne croyons pas à une nette accélération de l'inflation (*cf. notre point hebdomadaire du 16 février*), nous estimons que la hausse des taux souverains devrait se poursuivre. Dans ce contexte, il convient de déterminer quel niveau de taux d'intérêt devient « dangereux » pour l'économie et les marchés financiers. La hausse des taux d'intérêt à long terme (taux souverains à 10 ans) a un impact par l'intermédiaire de trois canaux de transmission, à savoir le financement des Etats et des ménages (impact sur la consommation), le financement des entreprises (investissement et hausse des frais financiers) et la valorisation des marchés actions (actualisation des bénéfices futurs et prime de risque).

Du côté des Etats et des ménages, la variation des taux d'intérêt est proche d'un jeu à somme nulle entre prêteurs (ménages) et emprunteurs (ménages emprunteurs et Etats). La baisse des taux d'intérêt dans la zone euro depuis la crise de 2008 a ainsi transféré du revenu des prêteurs vers les emprunteurs. Depuis 2010, les économies liées à la baisse des taux ont représenté l'équivalent d'un point de PIB pour les emprunteurs et en contrepartie les prêteurs ont « perdu » un point de PIB en intérêts reçus.

La propension marginale à consommer des emprunteurs est probablement plus élevée que celle des prêteurs. Néanmoins une hausse des taux, dans un contexte de hausse (modérée) des salaires et des emplois, ne devrait pas avoir d'impact majeur sur la consommation.

De plus, dans un contexte de pentification de la courbe des taux d'intérêt, comme c'est le cas ces derniers mois dans la zone euro, les marges des banques augmentent, ce qui soutient l'offre de crédit.

Au niveau des taux d'emprunt des Etats, deux seuils sont à surveiller.

Le premier niveau est celui qui remet en cause le désendettement en cours dans la zone euro. Si le taux d'intérêt souverain à long terme devient supérieur à la croissance nominale, le taux d'endettement augmente. Ce niveau est actuellement aux alentours de 2,5 %.

Le second niveau à surveiller est le taux d'intérêt apparent (taux d'intérêt payé sur le stock de dette) sur la dette publique. Les Etats ont, ces dernières années, refinancé la dette arrivant à maturité à des taux plus faibles, en particulier à partir de 2014. Cependant les intérêts payés sur la dette émise avant cette période restent élevés. Par exemple, la France paye un taux d'intérêt apparent de 1,9 % alors même que le taux souverain à 7 ans (maturité moyenne de la dette publique française) est actuellement de 0,5 %. Ainsi, au niveau de la zone euro, le taux d'intérêt apparent est d'environ 2,5 %.

Compte tenu du taux d'intérêt long terme moyen de la zone euro, environ 1,1 % actuellement, les taux pourraient augmenter de 140 bp (1,4 %) sans remettre en cause la bonne santé économique européenne.

Au niveau des entreprises, la hausse des taux d'intérêt (bancaires et obligataires) n'aura que peu d'impact sur l'investissement des entreprises dans la zone euro, si l'économie continue de croître. Compte tenu du taux d'utilisation des capacités élevé (84 %, semblable au niveau de 2006), du niveau élevé de la rentabilité des entreprises et d'un niveau d'investissement global qui vient à peine de dépasser le niveau de 2008, la variation des taux d'intérêt a un impact faible sur l'investissement des entreprises européennes.

A l'inverse, les entreprises pourraient souffrir de l'impact de la hausse des taux sur leurs résultats financiers. Dans la zone euro, le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux crédits est de 2 %, contre 4 % en 2011. Une hausse des taux augmenterait les intérêts payés, diminuerait le résultat financier et le résultat net des sociétés.

Cependant, l'impact est négatif uniquement si le taux d'intérêt des nouvelles dettes devient supérieur au taux d'intérêt moyen (sur le stock actuel de dette). Selon nos calculs, le taux d'intérêt moyen actuel des entreprises de l'EuroStoxx 50 est de 4,5 % (en diminution par rapport à un taux de 6 % en 2014). Tant que les taux d'intérêt sur les nouvelles dettes émises ne dépassent pas ce niveau, aucun impact négatif n'est à craindre sur le résultat net.

*A titre d'illustration la société Orange peut émettre, selon les conditions de marché actuelles, des obligations à 10 ans payant un intérêt entre 1,3 % (obligations à taux fixe) et 2,8 % (titres perpétuels « callable » dans 10 ans). Cependant, le taux d'intérêt moyen sur sa dette est de 4 % (la société devant payer 8,125 % d'intérêt sur des obligations émises en 2003 et remboursables en 2033 par exemple).*

Cette constatation est valable au niveau global. Cependant, compte tenu des activités des sociétés et des maturités des obligations, l'impact peut être extrêmement différent au niveau micro-économique (des sociétés).

Certaines sociétés, ayant profité de la baisse des intérêts pour refinancer la totalité de leur dette, pourraient plus fortement subir les conséquences de la hausse des taux. *Par exemple LVMH (certes peu endettée) a réduit de moitié les intérêts payés sur sa dette depuis 2008 tout en doublant son endettement, soit un taux d'emprunt divisé par quatre. La société n'a (à l'exception d'obligations arrivant à maturité en avril prochain) aucune obligation payant un coupon supérieur à 1,75 %. Dans*

les années qui viennent LVMH risque donc d'avoir une hausse des intérêts payés au fur et à mesure des prochains refinancements obligataires (avec un impact malgré tout négligeable sur les bénéfices nets).

L'écart de rendement moyen entre les obligations souveraines et les obligations des entreprises de l'EuroStoxx 50 est de 165 bp (1,65 %). En considérant que ce « spread » reste stable (comme lors de la dernière période de hausse des taux en 2006-2007) voire s'affiche en légère hausse, les entreprises de la zone euro sont immunisées contre une hausse des taux souverains jusqu'à 2,5 %.

Le dernier canal de transmission de la hausse des taux d'intérêt s'effectue par l'intermédiaire de la valorisation des marchés actions. Dans les modèles de valorisation des marchés (actualisation des bénéfices futurs), une hausse des taux d'intérêts diminue la valeur actuelle des actifs.

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse des taux d'intérêts à long terme de 50 bp (0,50 %) réduit la valeur actuelle des indices actions d'environ 8 %. Selon les modèles de valorisation, compte tenu de la croissance des bénéfices attendue et du niveau actuel des taux longs, les marchés actions européens devraient valoir 10 % de plus que les cours actuels, soit un indice CAC 40 aux alentours de 5700.

Selon ces modèles, les marchés actions européens peuvent soutenir (rester sur leurs cours actuels) une hausse des taux longs européens jusqu'à 1,6 % (soit un taux à 10 ans français à 1,40 % et un taux allemand à 1,1 %).

Compte tenu de l'excès d'endettement lié à la crise financière de 2008 et à sa résolution, il est certain que les marchés financiers et l'économie ne peuvent pas supporter des taux d'intérêt aussi élevés que dans le passé. Dans ce contexte, la hausse des taux souverains à long terme inquiète les investisseurs.

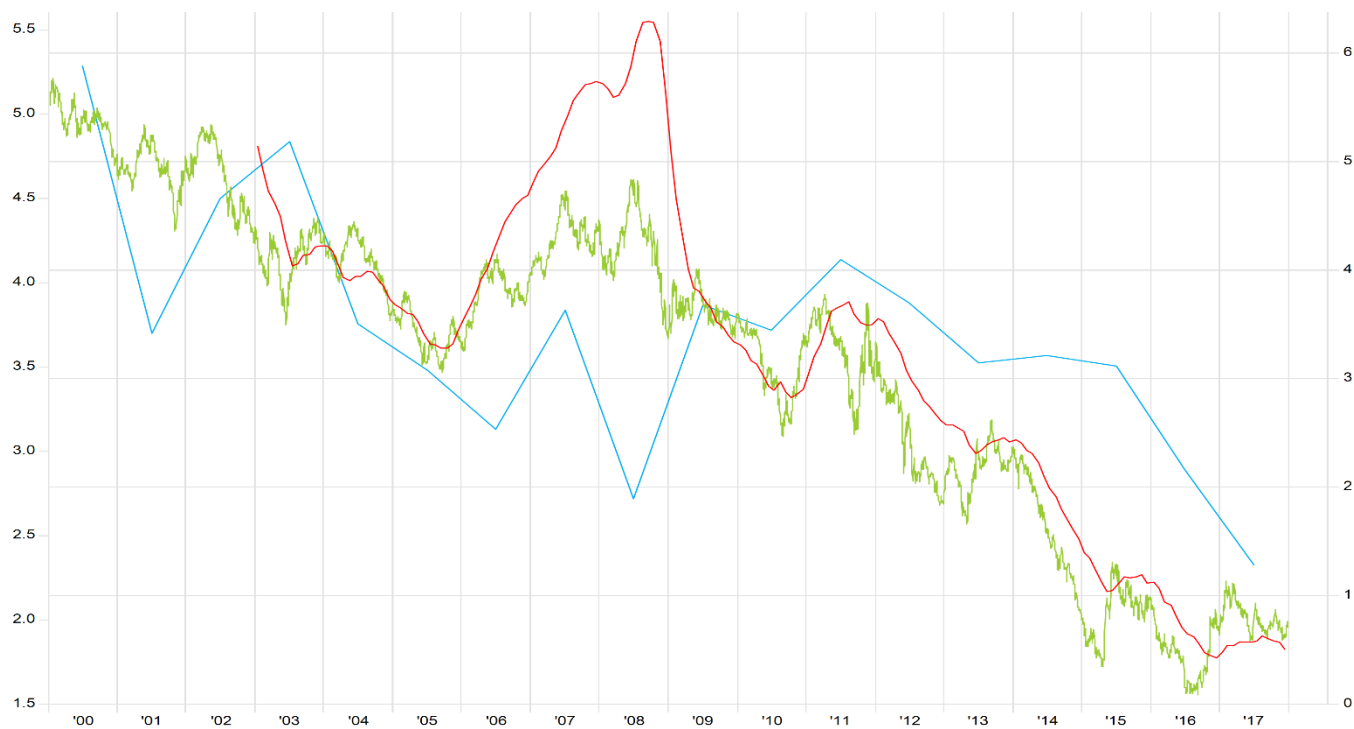
Deux niveaux du taux souverain moyen de la zone euro à 10 ans (hors Grèce) nous semblent importants.

Le premier est le niveau « supportable » par les Etats et les entreprises sans que leur santé financière et leurs bénéfices ne soient remis en cause. Nous estimons ce niveau à 2,5 %, soit un taux français à 10 ans à 2,3 % et un taux allemand à 2 %.

Le second seuil, plus restrictif, est lié à la valorisation des marchés actions et s'affiche à 1,6 % en moyenne dans la zone euro. Cela correspond à un taux à 10 ans français de 1,40 %, un taux allemand à 1,10 % et un taux à 10 ans US de 3,6 % (compte tenu de la corrélation entre les taux souverains européens et américains).

Si ces niveaux ne sont pas atteints, les indices actions européens devraient, dans les semaines/mois qui viennent, reprendre leur marche en avant.

### Evolution des taux d'intérêt français à 10 ans (en vert, échelle de droite), du taux d'emprunt moyen des ménages (en rouge, échelle de gauche) et du taux d'intérêt apparent des sociétés de l'EuroStoxx 50 (en bleu)



Aurélien Blandin  
Gérant