

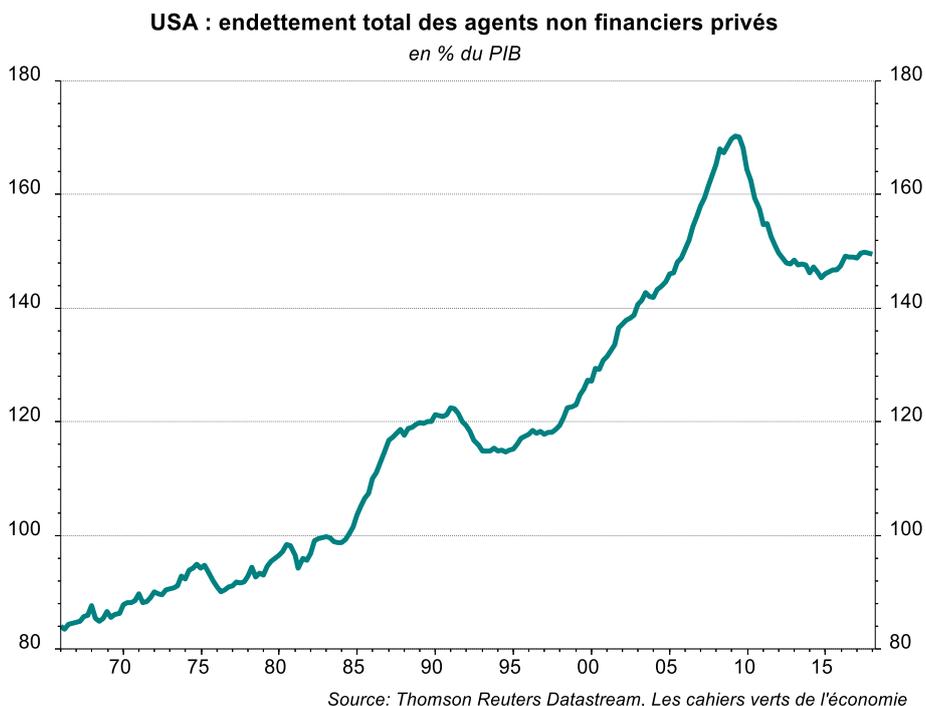


## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire  
19 mars 2018**

### **Si l'on faisait un point sur l'impact de la hausse des taux sur la dette privée américaine ?**

Rappelons les faits. Le ratio dette privée (ménages & entreprises non financières) / PIB monte à nouveau (quelque peu) depuis 2014/15, tout en restant largement en deçà des sommets de 2007 (voir graph ci-dessous).



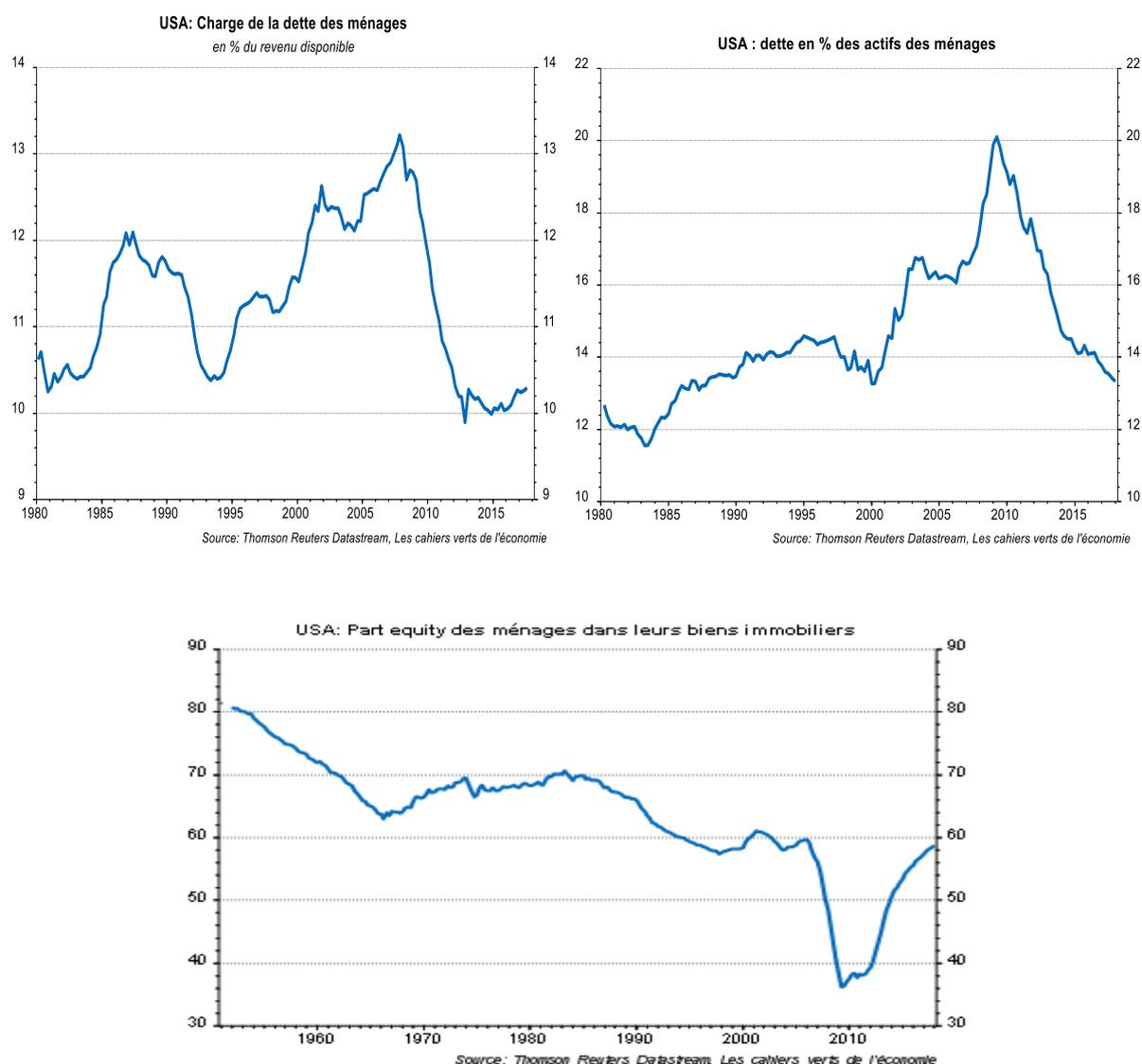
Et depuis les points bas historiques de juillet 2016, les taux d'intérêt longs sont montés de 150 pb (80 pb depuis septembre dernier).

La hausse des taux d'intérêt agit sur la demande via plusieurs canaux : hausse du coût du capital emprunté et donc réduction de l'investissement, effet de substitution (arbitrage consommation/épargne moins favorable pour les dépenses des ménages par exemple), effet revenu (hausse de la charge nette de la dette), effet haussier sur le change, impact sur les prix d'actifs....

S'agissant des ménages, nous sommes encore dans une situation relativement « confortable » du point de vue du risque de retournement du cycle. Rappelons que le stock de dette des ménages a baissé depuis 10 ans par rapport au revenu des américains. 3 ratios sont particulièrement pertinents (voir graphs ci-dessous).

Le service de la dette (en % du revenu) se situe à 10,3%, loin des pics pré-récession de 1990 (12,1%), 2001 (12,6%) et 2008 (13,1%). Il se situe d'ailleurs sous la droite de tendance longue depuis 70 ans. Le ratio dette/actifs (13,7%) se situe très loin des niveaux 2008-09 (20,5% au début 2009).

Enfin, dernier ratio particulièrement important, sachant que l'essentiel de la dette des ménages est une dette hypothécaire, la part « equity » (valeur de marché moins dette) équivaut à presque 60% de la valorisation du marché immobilier, bien au-dessus des niveaux enregistrés en 2004-08 (moins de 40% en 2009) et dans la moyenne des années 90, alors même que les prix immobiliers ne sont pas excessifs actuellement.

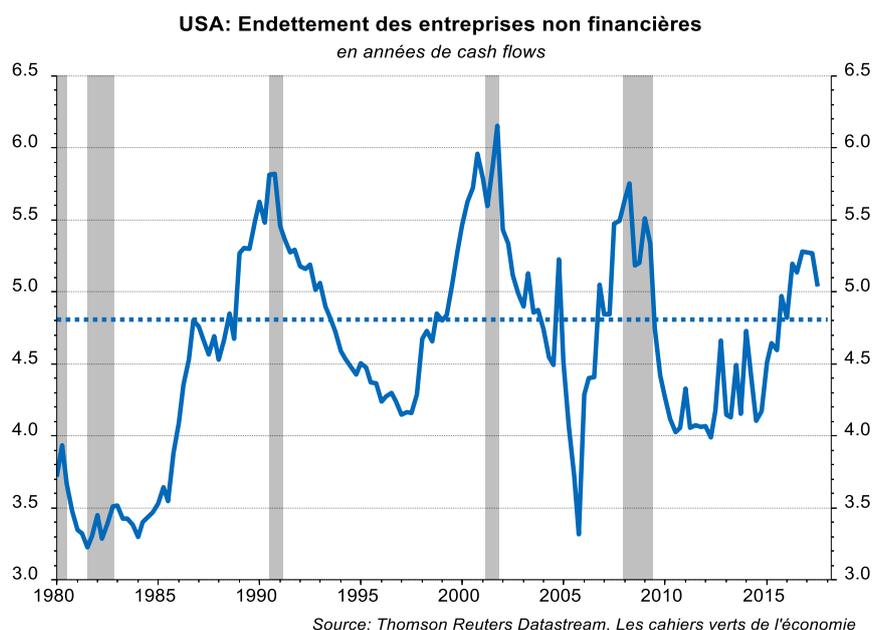


Il demeure qu'une hausse des taux a un impact sur la vigueur du cycle en amoindissant la capacité d'achat immobilière des ménages. La hausse des taux immobiliers observée depuis septembre aux Etats-Unis (70pb) est de nature à freiner les prix de l'ordre de 3 à 5% (de manière exogène) et

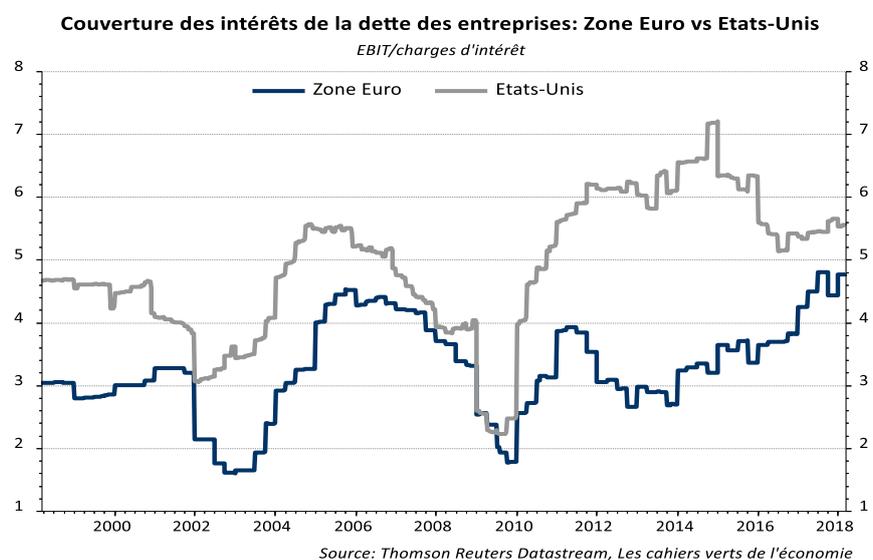
l'activité immobilière de 1 à 2%. Notons que ce sont des effets statiques, n'intégrant pas le fait que la croissance est également plus forte. Il convient donc de les concevoir comme des bornes hautes.

Quid des entreprises non financières ? Historiquement la hausse des charges financières est un vecteur de compression des marges des entreprises non financières en fin de cycle. Durant ce cycle, on n'a rien vu de tel.

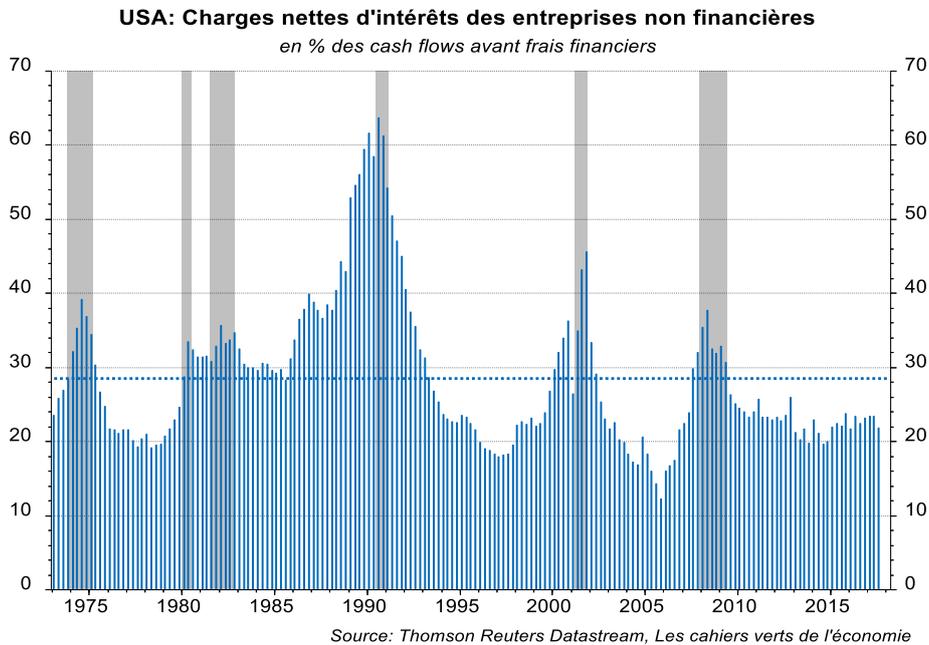
Pourtant, le stock de dette des entreprises non financières a substantiellement progressé au cours des dernières années. Mais la profitabilité et les cash flows également. En années de cash flows, la dette corporate se situe au-dessus de la moyenne, mais elle est encore loin des niveaux de 2007, 2000 ou 1990 (voir graph ci-dessous).



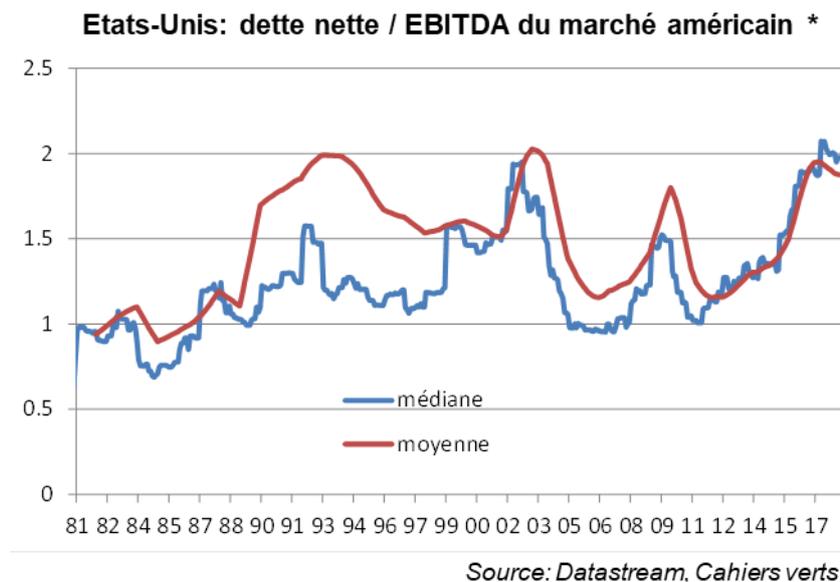
Le ratio de couverture des intérêts de la dette (EBIT/charges d'intérêt) baisse depuis 2015, mais se situe au-delà des niveaux de retournement de cycle (voir graph ci-dessous).



Malgré la longueur du cycle (presque 9 ans), les taux corporate ont diminué jusqu'à l'été 2016 et n'ont remonté que modérément depuis. Le taux moyen High Grade est remonté d'un peu plus de 100pb depuis les points bas de 2,8% en 2016. Ajoutons que la maturité moyenne des prêts est de plus de 10 ans et que les prêts à taux variable ne représentent qu'un peu plus de 10% du total. Les charges nettes d'intérêt (en % des cash flows) progressent à peine (voir graph ci-dessous).



Si l'on prend les firmes du S&P 500, le ratio dette nette/EBITDA a plus sensiblement progressé (voir graph ci-dessous).



Moyenne = indice Datastream large américain

Médiane = médiane des sociétés du S&P 500

Mais le taux d'intérêt implicite (charges d'intérêt/dette) est aujourd'hui de moins de 4% vs. 6,3 % en 2007 (et 5,8% au pic du cycle de 2 000). Pour être complet, il faudrait aussi tenir compte de l'impact favorable de la hausse des taux sur les financières au sein de l'indice américain.

En réalité et au-delà des effets mécaniques supposés sur le comportement des agents non financiers, le repricing récent des taux directeurs futurs de la Fed (depuis la 2<sup>ème</sup> quinzaine de janvier) a eu un impact restrictif général sur le marché actions via la prime de risque et le (léger) resserrement des conditions macro-financières.

Si l'on s'appuie sur nos hypothèses (pic de taux long de l'ordre de 3,10% sur le 10 ans américain sur le 1<sup>er</sup> semestre)<sup>1</sup> pour les prochains mois, l'argument de la hausse des taux comme vecteur de retournement macro ou des marchés ne nous semble pas pertinent. Tout au plus, la hausse des taux est en l'état un vecteur de régulateur automatique de l'expansion et du marché actions. La macro américaine n'accélérera pas au-delà des 2/2,5% et la hausse du marché actions américain sera limitée à une croissance à un chiffre.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**

---

<sup>1</sup> Voir notre chronique hebdo du 20 février dernier ; « *La correction est-elle vraiment terminée ?* »