

C'est quand la marée monte que l'on mesure la solidité des digues

ou les conséquences de la hausse des taux d'intérêt pour les
entreprises

Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

- 1 – Inflation et taux d'intérêt
- 2 – Hausse des taux et valeurs
- 3 – Hausse des taux et non-valeurs
- 4 – Et maintenant ?

1 – Inflation et taux d'intérêt

2 – Hausse des taux et valeurs

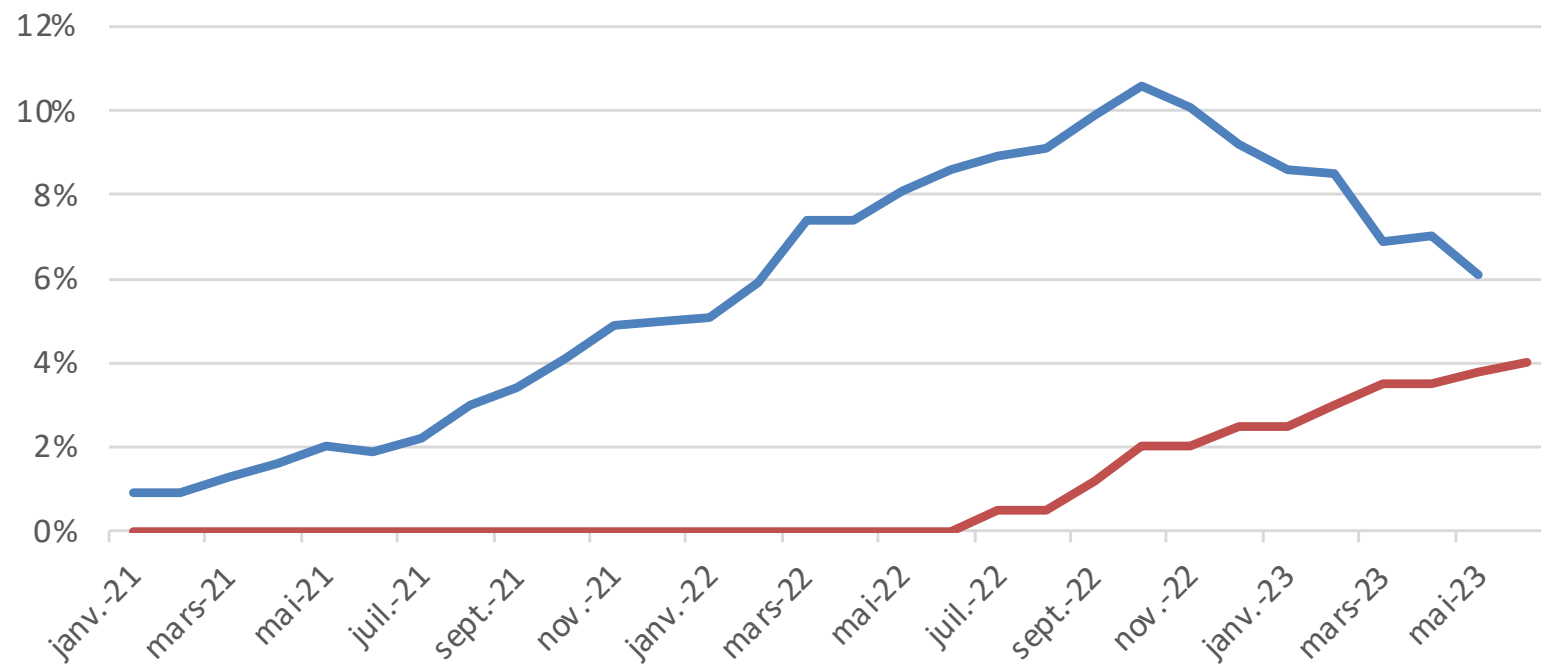
3 – Hausse des taux et non-valeurs

4 – Et maintenant ?

Les Banques centrales occidentales se sont illusionnées sur la bouffée d'inflation dont elles pensaient qu'elle devait être transitoire et ne pas durer plus que quelques mois . . .

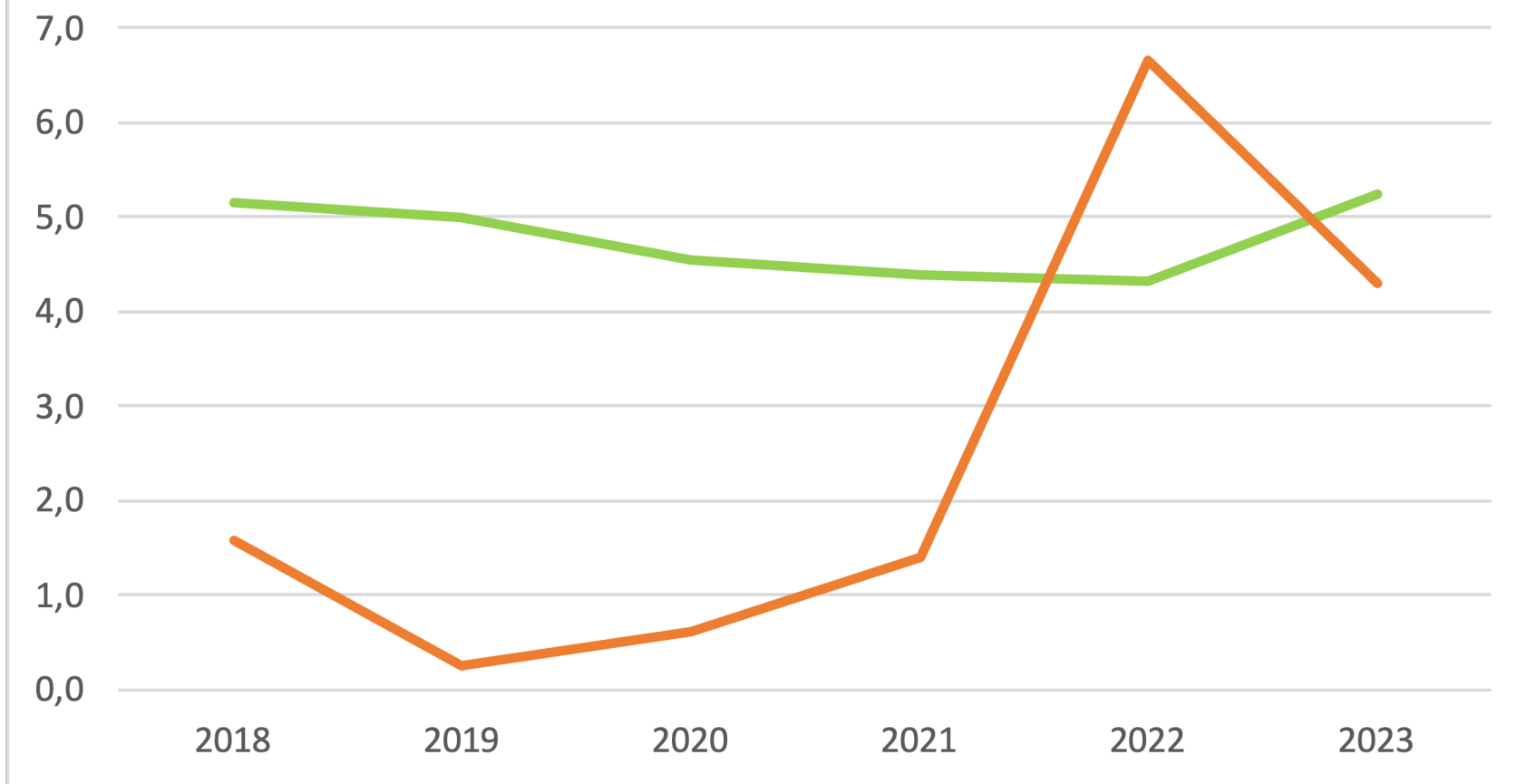
Dans un contexte compliqué à lire : Post Covid, invasion de L'Ukraine et flambée des prix de l'énergie, faible chômage, perturbations des lignes de production.

Taux d'inflation dans la zone euro et taux de refinancement de la BCE



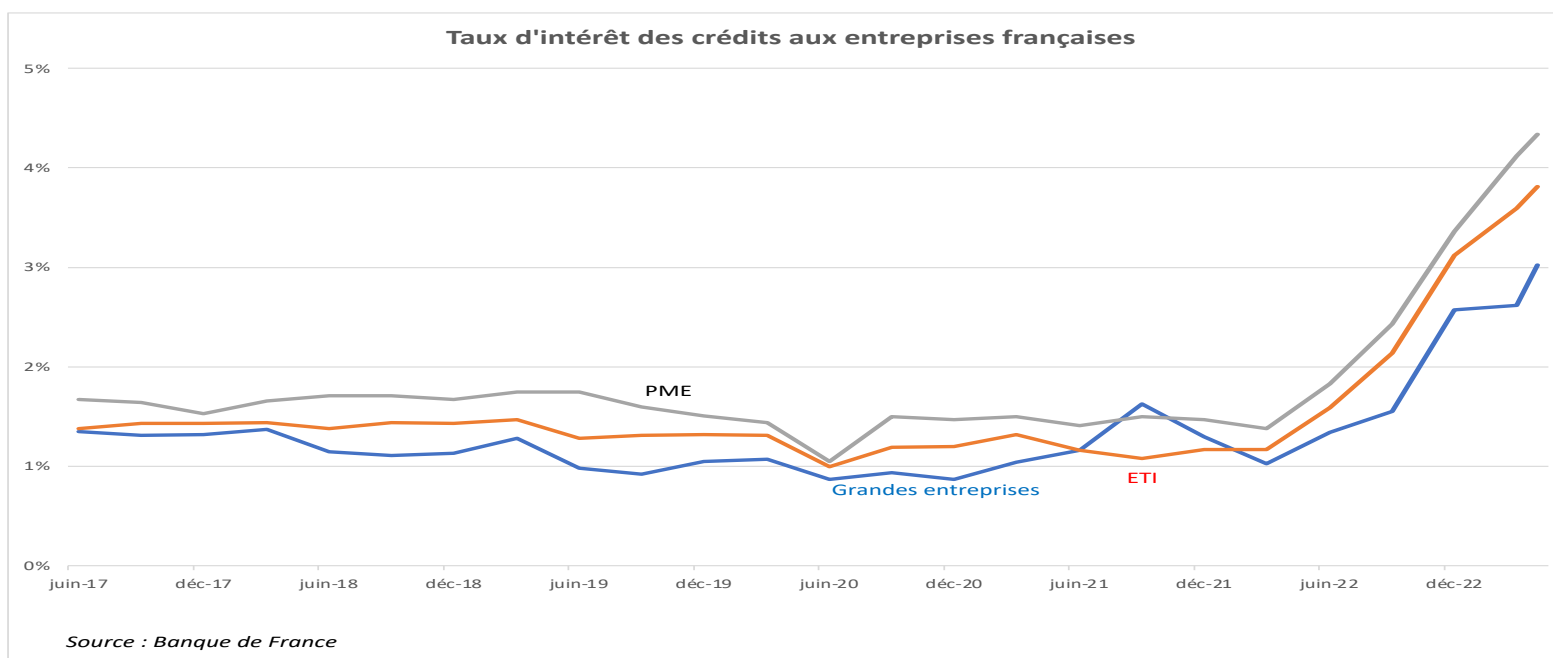
Source : BCE, Eurostat.

Taux d'intérêt et taux d'inflation au Maroc



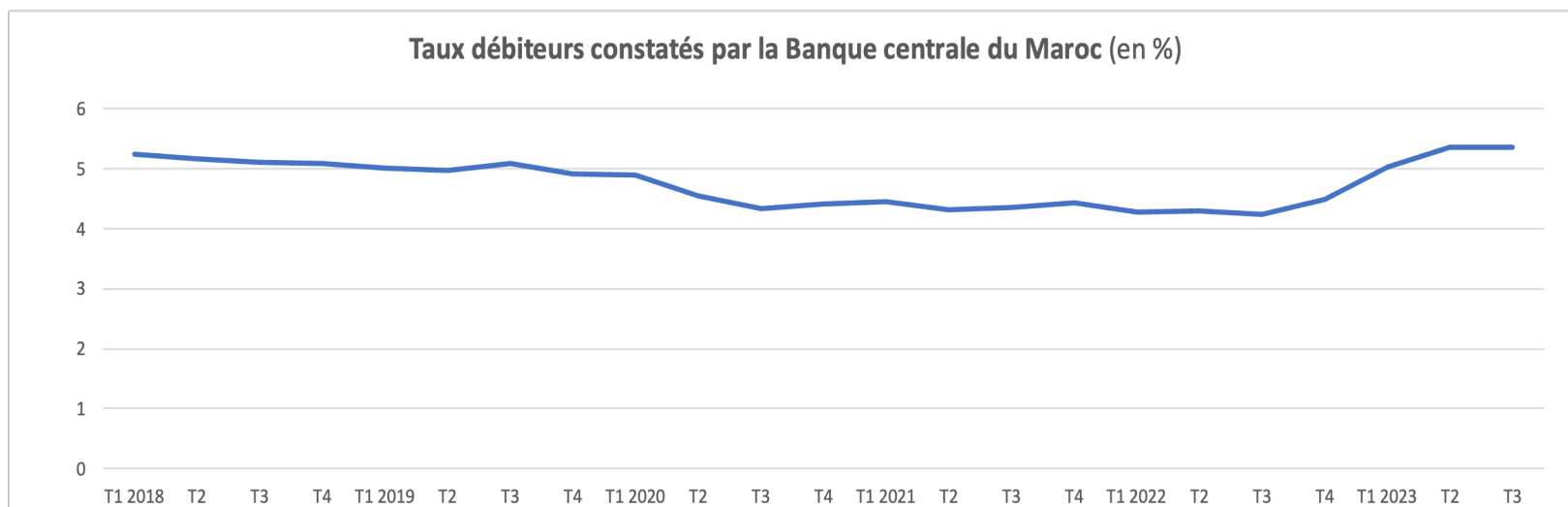
Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Ces hausses de taux d'intérêt se répercutent naturellement dans le coût du crédit aux entreprises qui, partant d'un point très bas, 1 à 1,5 % avant impôt, a triplé en 15 mois :



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Au Maroc, la hausse des taux est nettement plus faible, car le bond d'inflation a été moindre qu'en Europe et car la Banque centrale marocaine « a pour responsabilité de veiller à la stabilité des prix, garante de la croissance économique du pays. »



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Sans surprise, les évolutions des taux d'intérêt sur le marché obligataire sont similaires, comme l'illustre le comportement de l'emprunt obligataire 2014-2044 de l'OCP libellé en \$:



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Et maintenant en valeur :



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Mises à part quelques exceptions sur lesquelles je reviendrai plus tard, les entreprises à ce jour ont bien résisté à la hausse des taux d'intérêt pour plusieurs raisons :

Les directions financières ont amplement eu le temps de se protéger contre la remontée des taux d'intérêt ;

Seuls les emprunts nouveaux sont concernés par la hausse des taux, d'où un effet de lissage ;

Les taux des crédits à l'équipement en 2023 au Maroc, 4,90 % en moyenne, sont peu différents de l'inflation qui n'est retombée sous les 5 % que depuis août, 4,3 % en octobre.

1 – Inflation et taux d'intérêt

2 – Hausse des taux et valeurs

3 – Hausse des taux et non-valeurs

4 – Et maintenant ?

Taux d'intérêt et valeurs varient en sens inverse, mais pas sur les actions en 2022-23 !

À Casablanca :



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Taux d'intérêt et valeurs varient en sens inverse, mais pas sur les actions en 2022-23 !

En Europe :



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

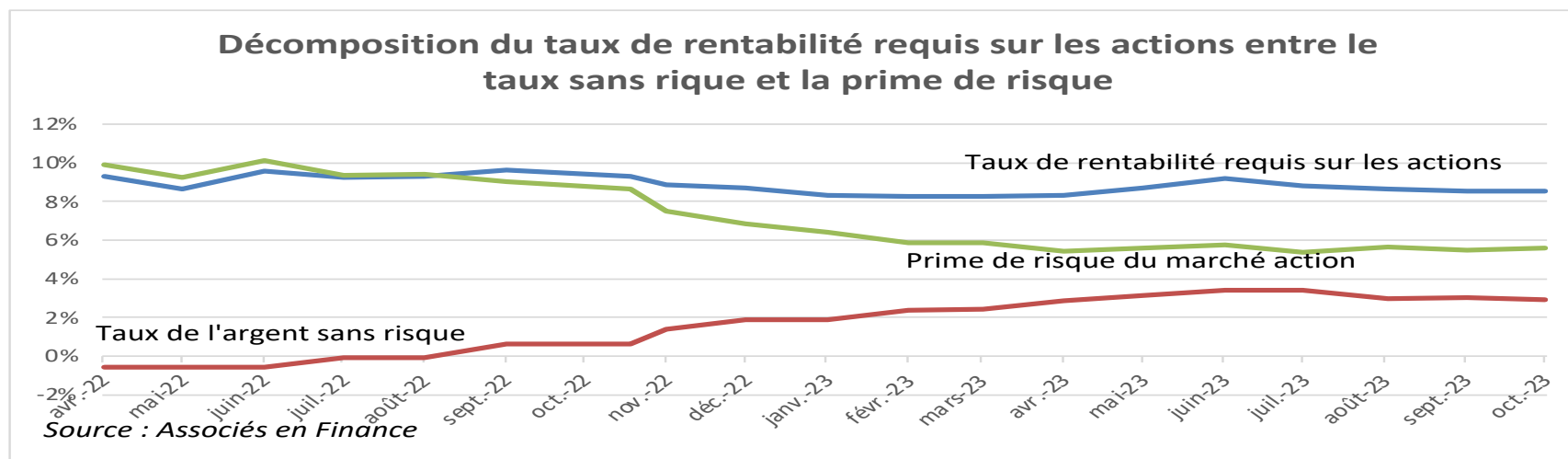
Taux d'intérêt et valeurs varient en sens inverse, mais pas sur les actions en 2022-23 !

Aux États-Unis :



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

L'explication réside dans le taux de rentabilité exigé par les actionnaires qui est resté à peu près stable, malgré la hausse des taux d'intérêt, qui est l'une de ses deux composantes, la seconde, la prime de risque, ayant baissé et ayant ainsi compensé :



En revanche, la valeur des obligations à taux fixe a naturellement reculé, de 16 % en moyenne pour les obligations des entreprises de la zone euro selon l'indice Bloomberg, et de beaucoup plus pour des emprunts à longue durée et à faible taux nominal.

Si l'on revient sur l'exemple de l'emprunt OCP 2044 :



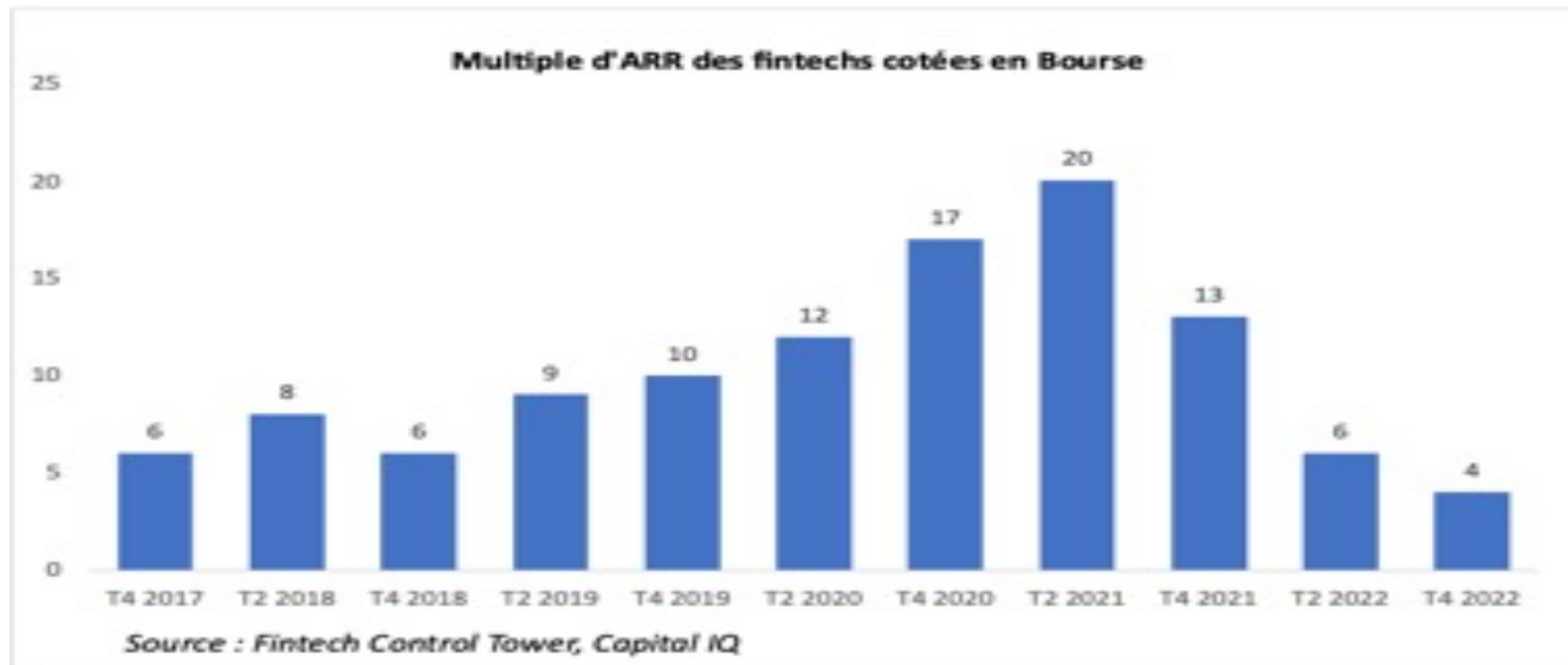
Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

L'exemple de l'OCP montrait combien le recul de la valeur des obligations pouvait être significatif quand celles-ci avaient une longue duration.

Mutatis mutandis, la situation est similaire pour tout titre dont les flux de trésorerie positifs sont éloignés dans le temps, *a fortiori* quand il n'y en a pas les premières années.

On retrouve le cas des start-up et des sociétés de technologie. Mais les reculs de valorisation sont alors bien plus élevés car succédant à une bulle de valorisation de ces actifs.

Ainsi pour les fintechs cotées en Bourse, les valorisations moyennes (fondées sur le revenu récurrent, ARR, ce qui en dit long sur l'absence ou la faiblesse des résultats) ont été divisées par 5 :



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Surtout, l'état d'esprit a changé du tout au tout. Pour séduire des investisseurs, il ne faut plus promettre une croissance très forte de l'activité obtenue avec des coûts d'acquisition des clients qui rendaient la rentabilisation de ceux-ci lointaine dans le meilleur des cas.

Il faut démontrer que l'entreprise peut devenir rentable, au sens de cesser de consommer du cash, dans les 12 à 18 mois qui viennent.

Malheur à ceux qui n'y arriveront pas, les faillites et les restructurations s'imposent vite à eux, faute d'obtenir des liquidités pour continuer à combler les déficits de trésorerie !

Comment réconcilier ces baisses de valorisation avec la stabilité du taux de rentabilité **moyen** requis par l'actionnaire vue plus haut ?

Une première explication est dans la hausse des bêtas des valeurs technologiques. Ainsi celui de ASML, dont le niveau calculé en moyenne glissante sur 2 ans est passé, depuis l'an dernier, de 1,47 à 1,79. C'est le phénomène classique d'écartement des bêtas en période de désaffection pour les actifs risqués (*flight to quality*).

L'autre raison tient à la chute de l'offre de capitaux à risques que nous venons de décrire.

1 – Inflation et taux d'intérêt

2 – Hausse des taux et valeurs

3 – Hausse des taux et non-valeurs

4 – Et maintenant ?

Comme tout mouvement brusque, fort et durable pour au moins quelque temps, la hausse des taux d'intérêt que nous vivons depuis le printemps 2022 a pris à contrepied les escrocs, les groupes très endettés ou très mal gérés, et devrait modifier des comportements.

FTX, l'une des principales plateformes d'échange de cryptomonnaies, valorisée 32 Md€ quelques mois avant sa faillite de novembre 2022, a rejoint dans l'infamie Enron victime de l'éclatement de la bulle TMT et Madoff, victime de la crise financière de 2008

Son fondateur, Sam Bankman-Fried, avait confondu les comptes de ses clients avec celui de son fonds d'investissement en cryptomonnaies, détournant des premiers une dizaine de milliards de dollars pour renflouer les pertes de ce dernier.

Avec la remontée des taux d'intérêt permettant d'obtenir de nouveau une rémunération positive et significative sur les liquidités, l'intérêt pour les investissements très risqués (et supposés très rémunérateurs) a fondu, entraînant des pertes de valeur considérables sur ces actifs.

Ainsi le cours du bitcoin a été divisé par 3 entre son pic de novembre 2021 et début novembre 2022, quelques jours avant la faillite de FTX, qui spéculait à la hausse du bitcoin pour essayer de combler ses pertes.

GROUPE
Casino

MORT D'UN ZOMBIE



Rentabilité économique $<$ Coût du capital depuis 2011

Ventes en baisse depuis 2013 $\Rightarrow$ contraction du BFR <0

Endettement bancaire et financier net $>$ 4 fois l'EBE depuis 2015

Flux de trésorerie disponible négatif depuis 2017

Endettement bancaire et financier net $>$ 6 fois l'EBE depuis 2019

Bond de 26 % des frais financiers nets en 2022 malgré un endettement en légère baisse

Soit 87 % d'un résultat d'exploitation stagnant

La messe est dite. Les actifs valent moins que les dettes nettes

En 2023, Casino cède des actifs du cœur de son métier et procèdera en début 2024 à une augmentation de capital qui lamine de plus de 99 % les actionnaires actuels.



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023



Un train peut en
cacher un autre

.

La publication de l'ouvrage *Les fossoyeurs* en janvier 2022 a conduit à des accusations de maltraitance, de détournement de fonds publics et d'abus de biens sociaux pour lesquels les anciens dirigeants devront répondre en justice, et a causé une crise opérationnelle.

Sans cette publication, Orpéa n'aurait cependant pas échappé à une crise financière grave en raison d'un endettement bancaire et financier tout à fait excessif et masqué par des raisonnements biaisés tenus par la plupart des investisseurs.

Les investisseurs actions se sont laissés piégés par la norme IFRS 16 sur les contrats de location opérationnelle.

Cette norme prend 100 % d'un EBE grossi de l'essentiel des loyers au compte de résultat, mais omet la dette au-delà de la durée contractuelle des contrats de location.

Dette nette / EBE = 10 => 19,7 une fois corrigée

Sur les 12 mois précédant la publication des *Fossoyeurs*, le flux de trésorerie d'exploitation était de 294 M€ face à un endettement bancaire et financier net de 7 435 M€, soit 25 fois plus.

Comment peut-on imaginer qu'un flux de trésorerie d'exploitation de 294 M€, qui doit encore couvrir les investissements d'entretien ou de modernisation, puisse faire diminuer la dette nette ?

Ceci alors même que sa rentabilité économique déclinait de 4 % à 2 %, bien loin d'un coût du capital à 6 %, et au niveau du coût de son endettement. L'inversion de l'effet de levier était très proche.

Les investisseurs dettes ne sont pas tombés dans le piège de l'IFRS 16, mais dans celui de la sophistication des raisonnements.

L'application du raisonnement opco-propco à l'endettement net a conduit la plupart d'entre eux à se focaliser sur la dette non sécurisée par des garanties immobilières, soit 13 % de la dette totale, survolant les 87 % autres.

Avec la hausse des taux d'intérêt, ces actifs immobiliers financés à 81 % par de la dette allaient perdre de la valeur, mettant en doute la solvabilité du groupe.

Plus qu'un long discours, le graphique, du cours de Bourse d'Orpéa :



Le nombre d'actions est passé de 64 millions à 159 milliards.

Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

En matière d'endettement, les analystes devraient se contenter d'outils conventionnels (endettement bancaire et financier net total/EBE total, hors IFRS 16) sans aller dans les hautes sphères de l'ingénierie financière, sauf à prendre le risque de terminer comme Icare.

Ceux qui ont bien raisonné ont évité pour eux-mêmes en tant qu'actionnaires une perte de 99 % de leur investissement, et en tant que prêteurs non sécurisés une perte de l'ordre de 70 à 80 %.

Espérons pour les autres que la leçon portera !

Silicon Valley Bank (SVB) est une autre victime de la hausse des taux d'intérêt, mais surtout de ses propres déficiences de gestion bancaire de base.

Face à des dépôts apportés essentiellement par des entreprises technologiques richement dotées et par des fonds d'investissement en start-up, SVB avait investi dans des obligations d'État (pour ne pas prendre le risque de solvabilité), à long terme (pour gagner un taux d'intérêt plus élevé quand la courbe des taux était normale) et à taux fixe (pour être sûre de son gain).

Comme ces actifs étaient détenus dans une perspective de long terme (*held-to-maturity*), ils étaient valorisés au bilan en prix historique et non en valeur de marché (*mark-to-market*).

Mais compte tenu des difficultés de ses principaux clients, ces derniers ont commencé à retirer une partie de leurs fonds pour faire face à leurs difficultés propres causées par la hausse des taux d'intérêt.

Pour y faire face, SVB a dû céder des obligations à taux fixe, dont la valeur avait baissé du fait de la hausse des taux d'intérêt. D'où des pertes mangeant une partie de ses capitaux propres que SVB a essayé de combler par une augmentation de capital.

À son annonce, les investisseurs et les déposants n'ont pas été longs à comprendre la situation (les moins-values latentes sur le portefeuille d'obligations représentaient 93 % des capitaux propres), entraînant une ruée pour virer (depuis son smartphone) les fonds vers des banques plus solides, au rythme de 500 000 \$ par... seconde (42 Md\$ en une journée).

C'est ainsi qu'un quart de dépôts s'est évaporé en une journée, déclenchant de nouvelles ventes d'obligations à perte pour faire face aux retraits, détruisant encore plus de capitaux propres et condamnant SVB à la fermeture immédiate, sans même attendre le traditionnel week-end pour ce faire.

Et les autorités monétaires américaines ont dû garantir tous les dépôts de SVB, même au-dessus du maximum théorique de garantie (0,250 M\$).

On a parlé de défaut de la régulation bancaire américaine et du contrôle des administrateurs.

Mais la première digue est toujours la compétence des dirigeants, les niveaux supérieurs de contrôle venant en surplus et ne pouvant pas se substituer à elle.

Beaucoup d'autres banques détenaient des portefeuilles d'obligations d'État pour répondre à leurs ratios prudentiels de liquidité. Très très peu ont connu le sort de SVB, car elles avaient pris la précaution élémentaire de se couvrir contre une hausse possible des taux d'intérêt, ce qui ne nécessitait pas d'avoir un QI du double de la moyenne...

Quant à **Crédit Suisse**, c'est moins la hausse des taux qui l'a tué qu'une série hallucinante et continue de problèmes opérationnels : Archegos, Greensill, les *tuna bonds* du Mozambique, le financement d'un cartel de drogue bulgare, un président qui démissionne pour avoir fait espionner un de ses collègues avec qui il avait un différend privé, son successeur poussé au départ car il ne respectait pas le confinement, etc.

Tout ceci démontrant une appétence forte pour le risque, des niveaux de contrôle régulièrement défaillants malgré des promesses répétées d'amélioration.

La chute vient quand le premier actionnaire à 9,8 %, la Saudi National Bank, répond à la question d'un journaliste deux jours après la faillite de SVB, dans un climat financier tendu, lui demandant s'il serait prêt à recapitaliser Crédit Suisse :
« *Absolument pas.* »

La chute vient quand le premier actionnaire à 9,8 %, la Saudi National Bank, répond à la question d'un journaliste deux jours après la faillite de SVB, dans un climat financier tendu, lui demandant s'il serait prêt à recapitaliser Crédit Suisse :
« *Absolument pas.* »

Il aurait dû répondre que la question ne se posait pas puisque les ratios prudentiels de solvabilité de Crédit Suisse étaient bien au-dessus de ceux de la plupart des concurrents et des niveaux requis. Le cours de Crédit Suisse chute immédiatement de 30 %.

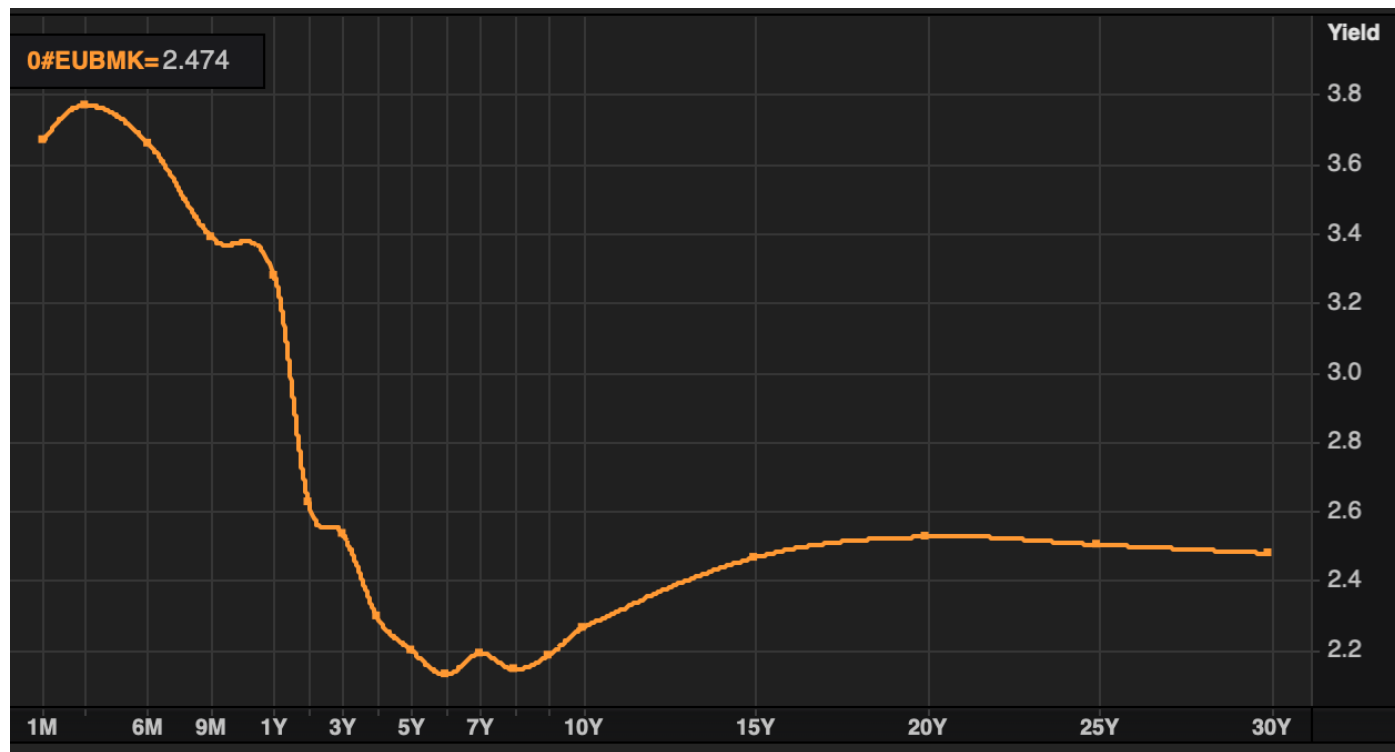
Dans ce contexte, les riches clients de Crédit Suisse prennent peur et virent leurs fonds (une centaine de milliards de dirhams par jour) vers des banques perçues comme plus solides.

Le secours de la Banque nationale suisse ne suffit pas à endiguer l'hémorragie.

Le week-end, Crédit Suisse est précipité, *volens nolens*, dans les bras d'UBS, seul sauveur suisse possible qui le rachète pour une bouchée de pain.

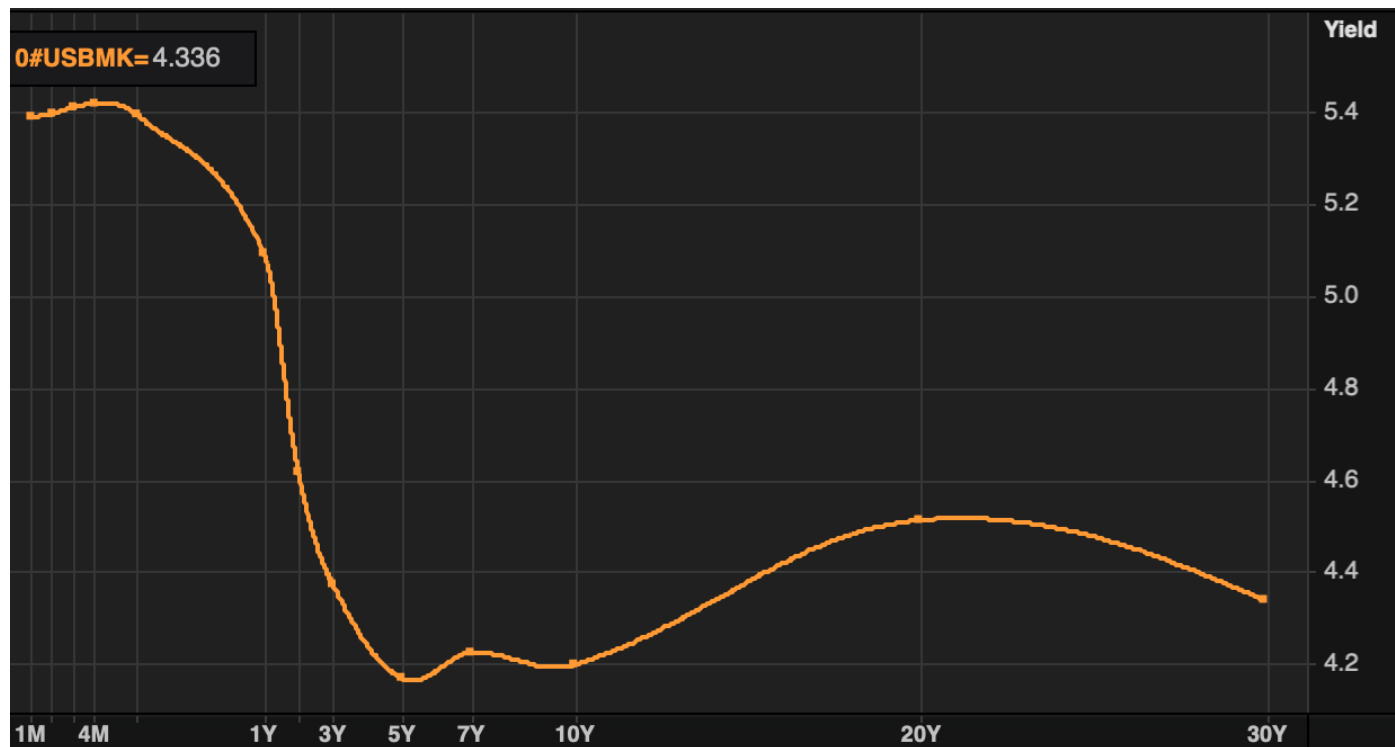
- 1 – Inflation et taux d'intérêt
- 2 – Hausse des taux et valeurs
- 3 – Hausse des taux et non-valeurs
- 4 – Et maintenant ?

La courbe des taux de la zone euro



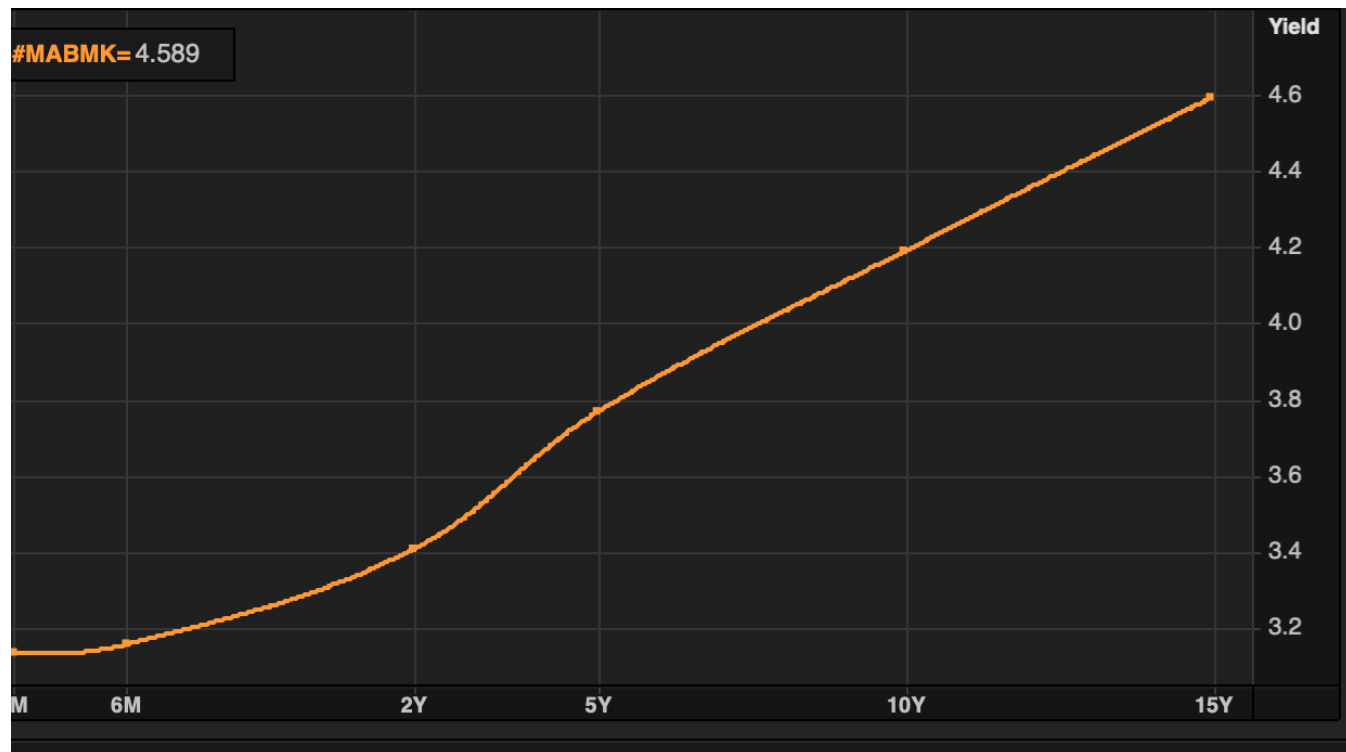
Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

La courbe des taux des obligations de l'État américain



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

La courbe des taux des obligations de l'État marocain



Pascal Quiry à Casablanca, le 5 décembre 2023

Ce qui est dessiné là est un scénario rose où tout se passe bien, avec une baisse assez rapide des taux.

S'il en était différemment, leur niveau restant plus élevé plus longtemps pourrait commencer à mordre plus significativement des acteurs endettés, avec l'immobilier et les LBO en première ligne. En effet, les années d'aisance ont souvent conduit à supprimer la contrainte de couvrir au moins 50 % de la dette à taux variable. On estime ainsi que les trois quarts des LBO n'auraient pas couvert leurs dettes à taux variable contre la hausse des taux d'intérêt. Certains ont la mémoire courte et n'ont vu que le taux variable qui est moins élevé que le taux fixe du moment, ce qui mine les digues.

Je vous remercie de votre attention

Cette présentation sera mise en ligne sur
le site Vernimmen.net

quiry@hec.fr