



Roberto Pacault

Responsable des solutions
institutionnelles

INTRODUCTION

HOMA Capital vous partage son analyse sur les thèmes qui concentrent l'attention des marchés.

Cette approche sélective a pour objet de guider votre lecture en fonction de vos questionnements et des réflexions du moment.

Les concernant, nous vous rappelons notre disponibilité pour tout complément d'information.

Bonne lecture !

SOMMAIRE

1. LE SYSTÈME BANCAIRE AMERICAIN DE NOUVEAU SOUS PRESSION
2. LA FED SOUHAITE FAIRE UNE PAUSE DANS SES HAUSSES DE TAUX
3. LE VOTE DE LA HAUSSE DU PLAFOND DE LA DETTE AUX US
4. LA BCE CONTINUE SON RESSERREMENT MONÉTAIRE
5. LA REPRISE ÉCONOMIQUE DE LA CHINE ET DE L'ASIE
6. LES ACTIONS INDIQUENT LE SUD ET LES OBLIGATIONS LE NORD

1. LE SYSTÈME BANCAIRE AMERICAIN DE NOUVEAU SOUS PRESSION

Les faillites bancaires récentes reflètent avant tout un échec de régulation ; les autorités américaines ayant décidé en 2018 de remonter le seuil à partir duquel une banque est soumise à une surveillance plus stricte (de 50 à 250 milliards de dollars de bilan). Depuis ces changements, les banques qui se maintenaient en dessous de cette limite (ex : Silicon Valley Bank) échappaient à la surveillance du régulateur et n'avaient pas de contraintes de solvabilité.

La fuite des dépôts et la hausse des taux ont eu un effet dévastateur sur ces établissements dont la réglementation n'appelait pas à surveiller leur liquidité.

Comment évolue la situation depuis l'intervention de la FED sur SVB ?

Certaines banques régionales américaines font encore état d'une baisse marquée de leurs dépôts les conduisant à réduire leurs dividendes (ex : PacWest et Western Alliance). Comme en témoigne le schéma 1, ce constat concerne particulièrement les banques commerciales puisque nous assistons à la plus grande contraction des dépôts en glissement annuel. Ces retraits sont aujourd'hui facilités par les applications bancaires et les rumeurs véhiculés par les réseaux sociaux. Les retraits sont aussi motivés par la rémunération des fonds monétaires qui sont, à présent, plus élevés que les comptes à vue.

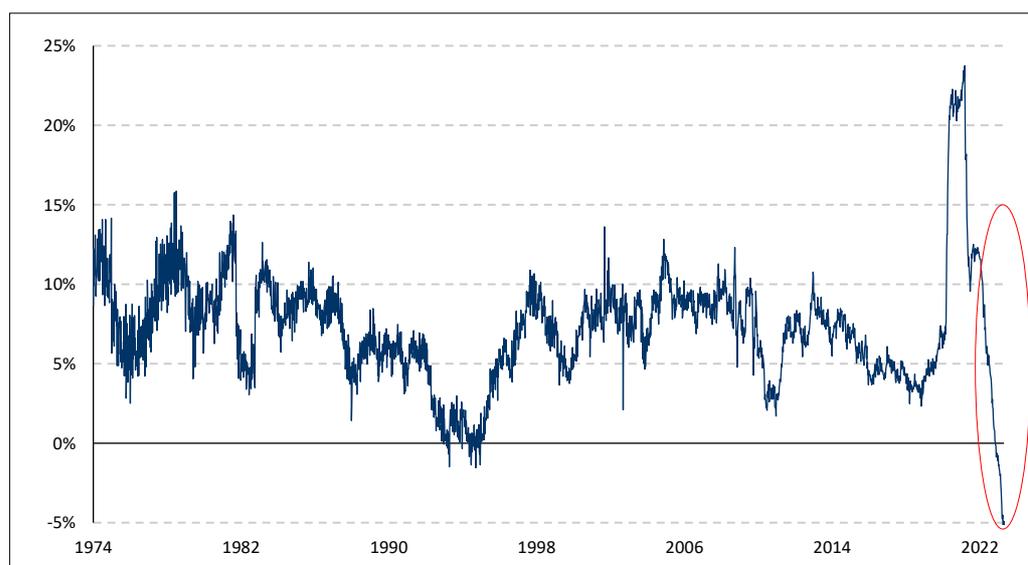


Schéma 1 : Variation en glissement annuel des dépôts bancaires américains.
(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

A cette situation vient s'ajouter un environnement de taux qui exige une gestion actif-passif rigoureuse laquelle n'est pas nécessairement en vigueur dans les banques régionales.

Au regard de ce qui précède, la probabilité que le système bancaire américain soit de nouveau sous pression nous paraît importante. Le risque que d'autres banques soient en difficulté dans les prochains mois l'est également.

Quel sera l'impact sur l'économie américaine ? La probabilité d'un « atterrissage en douceur » aux États-Unis a-t-elle diminué ?

Les entreprises dépendantes du financement des banques de petites tailles rencontreront des difficultés. En effet, ces banques seront contraintes de durcir les conditions d'octroi de prêts afin de préserver une liquidité suffisante. Ce tarissement du financement pèsera négativement sur l'investissement, l'emploi et la croissance.

En outre, l'érosion de la confiance des agents économiques pourrait pousser les entreprises à reporter leurs décisions d'investissement, de recrutement et accroître la pension à épargner des particuliers.

Au global, l'impact sur l'économie américaine est réel ; elle devrait se faire ressentir au second semestre.

Y a-t-il un risque de contagion au système financier mondial ?

La détermination des banques centrales, tant aux États-Unis qu'en Europe (Credit Suisse), a permis de contenir tout risque de contagion à l'ensemble du système financier et à rassurer les opérateurs de marché.

Indépendamment de cet interventionnisme, il y a lieu de rappeler que la situation de l'Europe n'est pas comparable à celle des États-Unis. En Europe, les banques sont toutes soumises à la même réglementation et affichent des situations bilancielle plus saines.

Néanmoins, le système financier européen pourrait lui aussi souffrir de retrait massif de liquidité et/ou de dépréciations d'actifs liées au secteur immobilier, et être en proie à un regain de volatilité.

Dans cet environnement, certaines dettes bancaires sénior européennes négativement impactées par la hausse généralisée des écarts de rendements (*spreads*) nous paraissent désormais attractives.

La sélectivité reste de mise : les banques les plus diversifiées, et les moins exposées à l'immobilier seront à privilégier.

2. LA FED SOUHAITE FAIRE UNE PAUSE DANS SES HAUSSES DE TAUX.

Après sa dernière hausse de +25bps début mai, la la réserve fédérale américaine (FED) a atteint le taux que la majorité de ses membres anticipaient pour la fin de l'année (5,00% - 5,25%).

Bien qu'aucune annonce n'ait été faite en ce sens, le marché estime que la FED baissera ses taux d'environ -75bps d'ici la fin de l'année (cf. schéma 2).

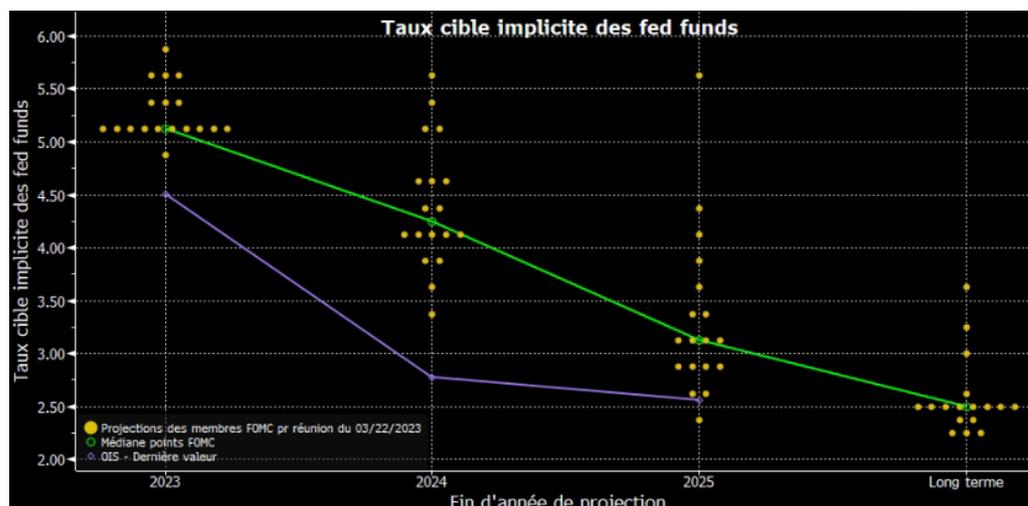


Schéma 2 : Projections de membres de la FED et anticipations de marché (au 17 mai 2023)
(Source : Bloomberg)

Les anticipations de baisses de taux cette année sont-elles raisonnables ?

Si l'on se réfère aux précédents cycles de la Fed, celle-ci a effectué sa première baisse de taux en moyenne six mois après son point de pivot ; une situation qui pourrait être cohérente avec les anticipations du marché.

Cependant, les conditions économiques actuelles ne pointent pas dans le même sens. En effet, l'inflation « cœur » (hors éléments volatils) est toujours en décalage (5,6% à fin mars contre un objectif de 2%) avec les objectifs de la FED.

Bien que la hausse des prix décélère depuis quelques mois, la forte résilience du marché du travail (taux de chômage à 3,5%, soit son plus bas niveau depuis cinquante ans) ne lui permet pas d'assouplir sa politique monétaire.

Selon nous, la FED pourrait avoir atteint son taux terminal (une hausse en juin n'est pas à exclure) mais les baisses de taux anticipées par le marché nous semblent prématurées sauf en cas de dégradation brutale des anticipations de croissance.

Actuellement, les données économiques militent pour une stabilité des taux sur plusieurs trimestres. Aussi, nous préconisons un retour sur la sensibilité américaine afin de profiter d'un taux de portage attractif lequel est historiquement attaché à la fin de cycle de hausse des taux.

3. LE VOTE DE LA HAUSSE DU PLAFOND DE LA DETTE AUX US

Le plafond de la dette (« *debt ceiling* ») est une limite votée par le congrès américain sur le montant total d'emprunt autorisé.

Traditionnellement, les périodes de renégociation du plafond de la dette ont été synonymes de tensions sur les marchés américains (1995-96, 2011, 2013, 2015, 2021).

Va-t-on revivre un nouveau « *shutdown* » et/ou une nouvelle dégradation de la note souveraine américaine ?

Le vote du relèvement du plafond de la dette est toujours un événement à l'issue incertaine.

Cette incertitude se traduit dans le marché par une hausse de la volatilité, une baisse du S&P 500 et une augmentation du taux à un mois.

En effet, les périodes passées nous enseignent que la majeure partie de la correction survient avant la date limite (avec une moyenne de -6% entre le point haut et le point bas du marché), et qu'elle est associée à une forte remontée de la volatilité (+17 points de pourcentage en moyenne).

| Episode de plafond de la dette | Perte maximale S&P 500 | VIX | | Hausse du rendement des T-bill 1m (pb) |
|--------------------------------|------------------------|-----------------|------------|--|
| | | Variation (pts) | Niveau max | |
| 1995-96 | -3% | +6 | 21% | NA |
| 2011 | -17% | +32 | 48% | +16 |
| 2013 | -4% | +7 | 20% | +34 |
| 2015 | -2% | +6 | 20% | +10 |
| 2021 | -4% | +14 | 31% | +6 |
| Mediane | -4% | +7 | 27% | +13 |
| Moyenne | -6% | +13 | 29% | +17 |

Schéma 3 : Tableau des impacts historiques des épisodes de « *debt ceiling* ».
(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

Enfin, il ressort que l'impact de l'incertitude est résorbé à moyen terme, et qu'il convient, par conséquent, de considérer les effets du « *debt ceiling* » comme un point d'entrée sur les actions U.S.

Il est également à noter que lors des précédentes occurrences, les devises refuges telles que le yen et le franc suisse avaient fait preuve de résilience.

4. LA BCE CONTINUE SON RESSERREMENT MONÉTAIRE

Lors de sa dernière réunion, la Banque Centrale Européenne (BCE) a augmenté ses taux de +0,25% et annoncé un arrêt total des réinvestissements relatifs à son programme d'aide APP (Asset Purchase Programme) à compter de juillet 2023.

Elle a également publié sa dernière étude des conditions d'emprunt (« *The euro area bank lending survey* »), laquelle mettait en évidence un ralentissement marqué des demandes de crédit des entreprises de la zone euro (40% des banques faisait état d'une baisse des demandes de financement au premier trimestre).

Le ton toujours restrictif est-il toujours justifié ?

Avec une inflation « cœur » (hors éléments volatils) toujours élevée, comme l'illustre le schéma 4, et un taux de chômage historiquement bas (6,5% en mars), le ton restrictif est justifié ; la BCE devrait continuer à augmenter ses taux.

Néanmoins, le resserrement des conditions financières confirme la bonne transmission de la politique monétaire de la BCE, ce qui implique un taux terminal inférieur à celui anticipé en début d'année. Ce dernier devrait être atteint lorsque l'inflation « cœur » aura eu plusieurs mois de baisse successifs.

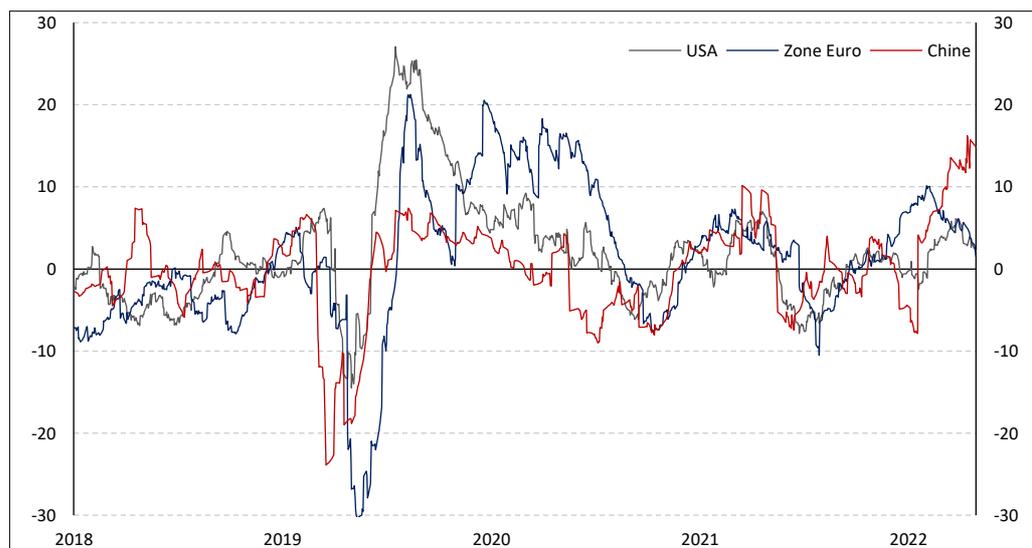
En conséquence, nous préconisons de commencer à augmenter la sensibilité des portefeuilles sur les taux européens afin d'être pleinement exposé lorsque les taux directeurs de la BCE atteindront leur niveau maximum.



Schéma 4 : Evolution de l'inflation « cœur » en zone euro (de mai 2020 à fin avril 2023).
(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

5. LA REPRISE ECONOMIQUE DE LA CHINE ET DE L'ASIE

La publication du PIB chinois pour le 1er trimestre a confirmé le rebond faisant suite à l'arrêt de la politique « zéro-covid » de fin novembre : la croissance s'établit à +2,2% en rythme trimestriel (vs +2% attendu). Portée par un stock d'épargne important, la consommation des ménages et les ventes au détail ont nettement accéléré. Comme en témoigne le schéma 5, l'indice de surprise macroéconomique pour la Chine est à son plus haut niveau depuis 2018.



*Schéma 5 : Indices de surprise macroéconomique (Citi Economic Surprise Index).
(Source : Bloomberg, Citi, HOMA Capital)*

Assistera-t-on à un découplage Chine / pays développés ?

La bonne dynamique de l'économie chinoise devrait se poursuivre ces prochains mois. L'assouplissement des conditions financières et monétaires, qui pourrait être renforcé compte tenu de la faiblesse de l'inflation, constitue également un facteur de soutien. A l'inverse, les conséquences durables de la restructuration du secteur immobilier sont un frein au rebond. Si les derniers signaux dans la construction semblent confirmer un redémarrage, le secteur ne servira pas de puissant soutien à la croissance comme par le passé.

Les pays développés ne sont clairement pas dans le même cycle économique que la Chine, principalement à cause de l'inflation qui pousse les banquiers centraux à un resserrement monétaire agressif. De plus, le gouvernement chinois investit massivement dans l'industrie pour relancer l'économie après de nombreuses phases de confinement, alors qu'en Europe le fardeau de la crise énergétique pèse sur les capacités d'investissement des États.

Dans cet environnement de découplage économique, une surperformance des indices chinois et asiatiques est probable. Il semble également pertinent de favoriser les entreprises européennes exposées à la consommation du continent asiatique, à l'image des secteurs du luxe et du tourisme. Dans la durée, la demande chinoise devrait rester un catalyseur haussier sur les prix des matières premières.

6. LES ACTIONS INDIQUENT LE SUD ET LES OBLIGATIONS LE NORD

La performance des indices actions depuis le début de l'année semble refléter l'optimisme des investisseurs quant à la croissance mondiale en 2023 (MSCI World en EUR couvert : +8,5%* depuis le début de l'année). De l'autre côté, la structure des courbes des taux ainsi que le niveau des écarts de rendement (*spreads*) indiquent plutôt un ralentissement à venir. En ce sens, les deux classes d'actifs semblent donner des signaux divergents.

Ce découplage est-il tenable ?

Ce constat peut être modéré si l'on regarde de plus près la performance des indices actions. On observe que les plus grosses capitalisations (« *mega caps* ») tirent la performance des indices à la hausse. En effet, dans l'environnement actuel ces dernières, notamment les sociétés de qualité, sont recherchées par les investisseurs pour leur capacité à impacter les hausses de prix à leurs clients (*pricing power*), ainsi que pour leur situation financière saine. A titre illustratif, la performance du S&P 500 TR en USD s'élève à +9,0%* depuis le début de l'année alors que le S&P 500 équilibré TR en USD gagne modestement +2,8%* comme en témoigne le schéma 6. Il ne semble donc pas y avoir de découplage entre les actions et les obligations puisque la bonne tenue des marchés actions s'expliquent principalement par quelques valeurs.

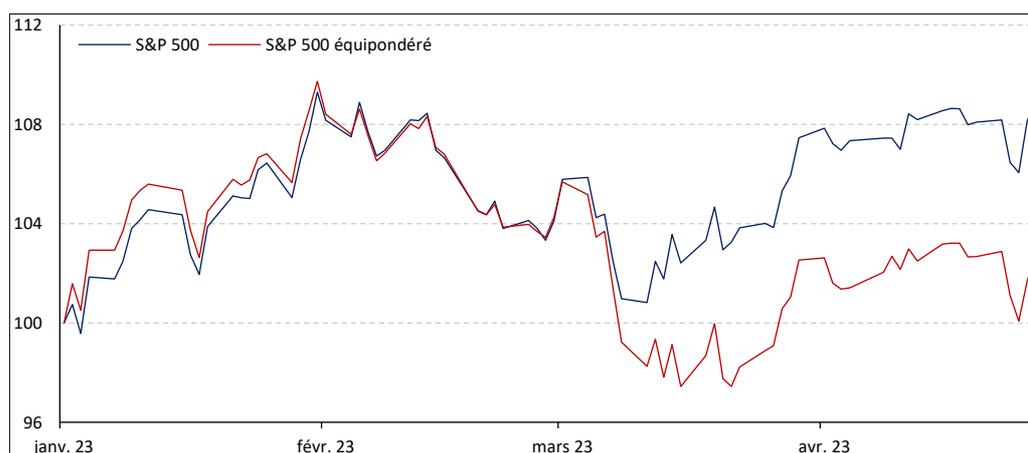


Schéma 6 : Performances du S&P 500 depuis le début de l'année (* au 28 avril 2023).
(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

Les entreprises peuvent-elles continuer de battre les anticipations et maintenir leurs niveaux de marges ?

Globalement, depuis le début de l'année, les sociétés ont publié des résultats résilients et ont battu les attentes des analystes déjà très prudentes. Avec des volumes qui s'érodent en raison de la perte de pouvoir d'achat des ménages, les entreprises ne disposent plus que de l'effet « prix » pour défendre leurs marges.

De plus, la hausse du coût du crédit depuis le début du resserrement monétaire commence à peser sur les résultats et constitue un réel risque pour les entreprises ayant significativement recours à l'endettement.

Dans ce contexte, nous continuons de privilégier les entreprises de qualité, peu endettées, disposant d'un « *pricing power* » ainsi que les valeurs défensives pour leur résilience dans un environnement économique en ralentissement.