



Roberto Pacault, CFA
Responsable des solutions
institutionnelles

INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'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 MARCHÉ DE L'EMPLOI AMÉRICAIN DÉFIE LA GRAVITÉ
Par Hocine Megherbi, Analyste actions
2. LA CONSOMMATION AMÉRICAINNE EST EXTRÊMEMENT ROBUSTE
Par Hocine Megherbi, Analyste actions
3. L'INFLATION BAISSÉ DANS TOUS LES PAYS DE LA ZONE EURO
Par Matthieu Massie, Analyste obligataire
4. LES BANQUES CENTRALES (FED, BCE) MAINTIENNENT UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE
Par Roberto Pacault, CFA, Responsable des solutions institutionnelles
5. LES VALEURS TECHNOLOGIQUES AMÉRICAINES SURPERFORMENT NETTEMENT LE RESTE DE LA COTE
Par Hector Garrigue, CFA, Gérant diversifié

1. LE MARCHÉ DE L'EMPLOI AMÉRICAIN DÉFIE LA GRAVITÉ.

Le marché de l'emploi américain témoigne d'une solidité sans précédent depuis la fin de la crise du Covid. Le taux de chômage, de 3,5% à fin mai 2023, est à son plus bas niveau depuis plus de 50 ans.

Est-il vraiment en train de décélérer ?

Depuis le premier trimestre 2022, et après deux années de surchauffe, les pressions salariales commencent à se réduire, à l'image de la variation du salaire horaire moyen du secteur privé qui ralentit (schéma 1). Cet indicateur pourrait retrouver dans quelques mois les niveaux qui prévalaient entre 2016 et 2019.

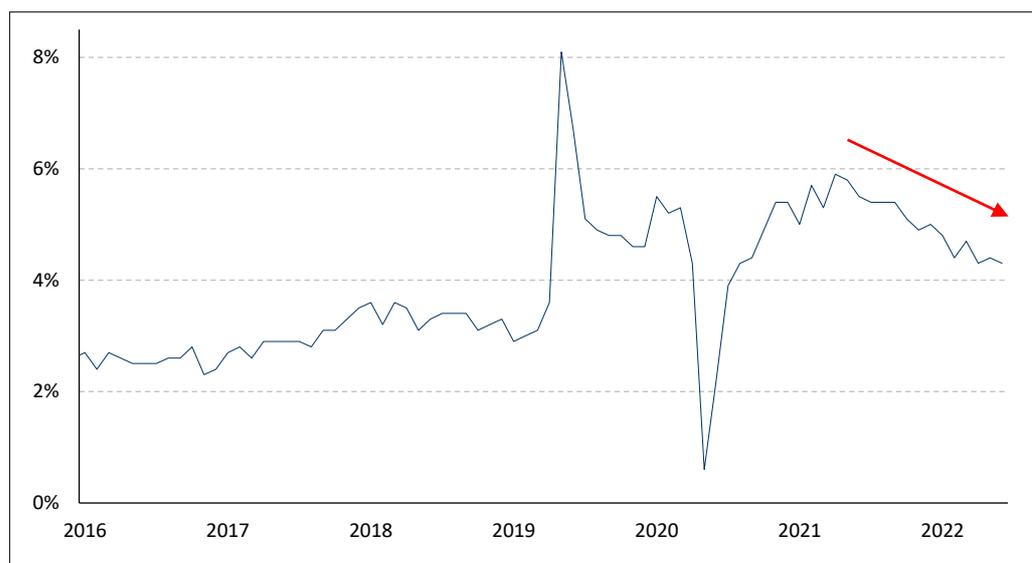


Schéma 1 : Variation du salaire horaire moyen dans le secteur privé aux Etats-Unis, en glissement mensuel.

(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

Globalement depuis mi 2022, plusieurs indicateurs du marché de l'emploi vont dans ce sens (heures travaillées, départs volontaires) et tendent à se normaliser vers des niveaux moins extrêmes, plus en phase avec ce qui était observé avant le Covid.

La décélération, bien que très lente, est donc en marche mais la détente du marché de l'emploi vers des niveaux compatibles avec une inflation proche de la cible de 2% de la FED prendra du temps. Le ralentissement économique qui s'installe devrait alimenter cette détente sans pour autant provoquer une accélération brutale du taux de chômage, attendu à 3,8% pour la fin de l'année par les analystes.

2. LA CONSOMMATION AMÉRICAINE EST EXTRÊMEMENT ROBUSTE.

La consommation étant la principale source de croissance de l'économie américaine, son état de santé revêt une importance particulière.

Sa vigueur actuelle peut-elle perdurer ?

Actuellement, avec un marché de l'emploi qui décélère, un stock d'épargne qui s'érode (environ \$1500 milliards actuellement contre \$2500 milliards mi 2022) et l'inflation qui peine à refluer, la vigueur de la consommation américaine semble fragilisée. A titre d'exemple, les ventes aux détails affichent une croissance anémique illustrant une dynamique baissière déjà bien établie (schéma 2).



Schéma 2 : Variation en glissement mensuel des ventes au détail américaine.
(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

Par ailleurs, les ménages les moins aisés ont déjà puisé dans leur épargne afin de maintenir leur niveau de consommation, et même si depuis quelque temps ils se tournent vers le crédit pour maintenir leur niveau de consommation, cela ne pourra pas continuer de manière durable. En effet, avec le resserrement des conditions financières en cours, l'accès au crédit est de plus en plus compliqué comme l'illustrent la faiblesse des crédits accordés depuis le début de l'année (en croissance de +0,5% en mai 2023 contre +4,5% en mai 2022) et le taux de défaut des cartes de crédit en hausse.

Autre élément pointant vers un ralentissement de la consommation, la performance du secteur de l'alimentation et du commerce de détail américain depuis le début de l'année. Ce dernier affiche une performance de +5,1%¹ contre +14,8%¹ pour le S&P 500. Cela s'explique notamment par des résultats décevants par rapport à des prévisions trop optimistes des industriels de l'agroalimentaire et des grands distributeurs, tels que Walmart et Costco, concernant les volumes de ventes.

Dans ce contexte, nous nous écartons des actions du secteur du commerce de détail aux États-Unis à mesure que le pouvoir d'achat des ménages se fragilise.

1 : performances *Total Return* en USD arrêtées au 15 juin.

3. L'INFLATION BAISSE DANS TOUS LES PAYS DE LA ZONE EURO.

Le mois de mai a été le deuxième mois consécutif de baisse de l'inflation de base (hors éléments volatils) en zone euro à 5,3% (schéma 3). Le resserrement monétaire entamé par la BCE semble commencer à porter ses fruits.



Schéma 3 : Evolution de l'inflation cœur en zone euro (de mai 2020 à fin mai 2023).
(Source : Bloomberg, HOMA Capital)

Le pic de l'inflation a-t-il été atteint ?

Même si le début de baisse de l'inflation en zone Euro semble prometteur, il reste quelques points de prudence à confirmer avant de pouvoir affirmer que le pic est derrière nous.

Désormais le principal facteur semble être l'emploi. La partie la plus persistante de l'inflation que sont les services, n'entament que leur premier mois de baisse (+5,0% contre +5,2% le mois précédent). Cette composante principalement impactée par les salaires illustre la force actuelle du marché du travail (taux de chômage à 6,5% en mai). Il semble qu'une dégradation du marché du travail soit nécessaire pour que la baisse de l'inflation cœur se confirme et s'amplifie.

De plus, la détente n'est pas homogène au sein de la zone Euro. En effet lorsque l'on regarde les données par pays à la fin du mois d'avril, sept membres sur les vingt que compte la zone voyaient leurs inflations de base en glissement mensuel accélérer d'un mois sur l'autre. Ces divergences naissantes pourraient influencer sur la politique de la BCE et rendre les futures décisions plus compliquées.

Dans ce contexte de prudence, nous préconisons de commencer à augmenter la sensibilité des portefeuilles sur les taux européens. L'objectif étant d'être pleinement exposé lorsque nous aurons la confirmation de la tendance actuelle sur l'inflation de base.

4. LES BANQUES CENTRALES (FED, BCE) MAINTIENNENT UNE POLITIQUE MONÉTAIRE RESTRICTIVE.

Alors que l'inflation commence à refluer des deux côtés de l'Atlantique, les banquiers centraux restent très prudents tant sur leurs politiques monétaires que dans leurs déclarations. Après avoir procédé à de nombreuses hausses de taux au cours des derniers mois, les autorités monétaires se gardent bien de crier victoire tant que les composantes les moins volatiles de l'inflation (services, salaires) affichent des progressions incompatibles avec les niveaux d'inflation cible.

Combien de temps vont-elles garder ce biais « *hawkish* » ?

Les banquiers centraux ont été clairs, ils maintiendront une politique monétaire restrictive « aussi longtemps que nécessaire », comprendre jusqu'à ce que l'inflation de base (hors éléments volatils) montre une tendance claire de décrue. Ce phénomène, bien que déjà enclenché aux États-Unis et en Europe, s'avère être plus long et cahoteux qu'anticipé par les investisseurs et les banques centrales. Le phénomène était pourtant prévisible puisqu'il existe des précédents au cours desquels de longs mois voire années avaient été nécessaires pour retrouver des niveaux soutenables.

Dès lors, les taux resteront-ils aux niveaux actuels pendant de longues années? Probablement pas. Si l'on se réfère aux politiques menées par la FED depuis 1984, et en prenant comme hypothèse raisonnable que le marché de l'emploi est tendu, alors la première baisse de taux interviendrait huit mois après la dernière hausse (schéma 4). En prenant cette hypothèse historique, et en l'absence de choc économique majeur, les taux directeurs américains pourraient rester à leur niveau jusqu'en mars de l'année prochaine (en considérant comme le marché que la dernière hausse aura lieu en juillet).

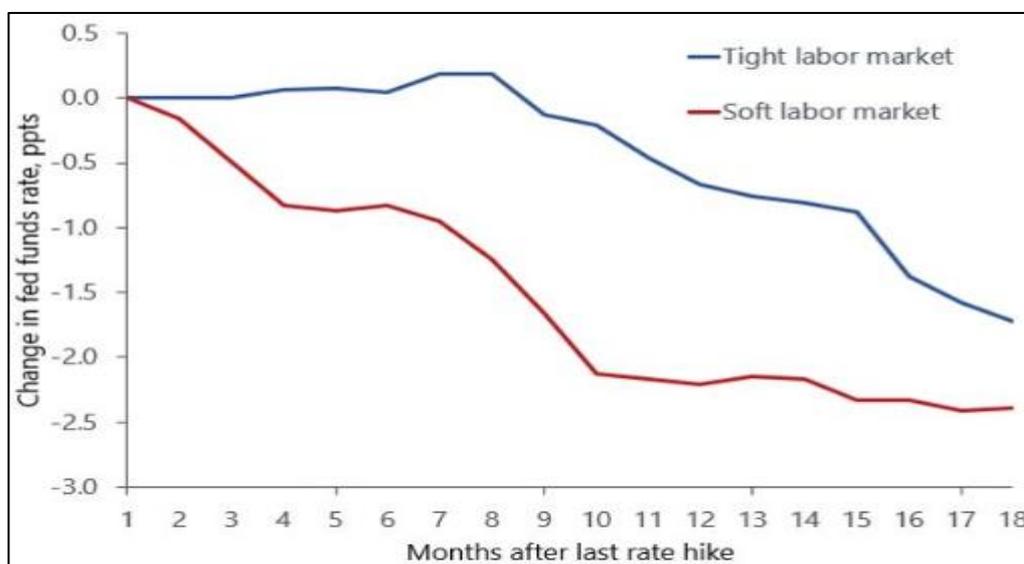


Schéma 4 : Evolution des taux courts de la FED après la dernière hausse (depuis 1984).

(Sources : Oxford Economics ; Haver Analytics)

L'atteinte prochaine des taux terminaux de ce cycle de resserrement monétaire, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, milite pour un positionnement sur la classe obligataire. En effet, historiquement les indices obligataires affichent des performances sensiblement positives les mois suivants l'atteinte du pic sur les taux directeurs.

5. LES VALEURS TECHNOLOGIQUES AMÉRICAINES SURPERFORMENT NETTEMENT LE RESTE DE LA COTE.

La hausse des indices actions américains depuis le début de l'année repose en grande partie sur la très forte hausse d'un nombre limité de valeurs de l'écosystème technologique. A titre illustratif, on observe que l'indice équi pondéré NYSE FANG+, composé des dix plus grandes sociétés technologiques américaines, affiche une hausse stratosphérique de +61% sur les cinq premiers mois de l'année, contre -1,4% pour l'indice S&P 500 équi pondéré, dans lequel chacune de ces dix sociétés ne pèse plus que 0,2%.

Quelles sont les conditions pour que cet écart de performance persiste ?

Cette hausse a été soutenue par une amélioration des perspectives bénéficiaires de ces entreprises, notamment grâce au potentiel relais de croissance offert par la thématique de l'Intelligence Artificielle. Ces estimations de bénéfices restent cependant inférieures à leur niveau de fin 2021 contrairement aux prix de ces actions qui, pour un certain nombre d'entre elles, viennent d'inscrire de nouveaux plus hauts historiques. Les valorisations de ces titres, qui avaient fortement reflué l'an dernier, sont ainsi revenues sur des niveaux historiquement très élevés et bien supérieurs à leurs moyennes des dix dernières années, contrairement au reste de la cote qui évolue autour de sa moyenne (schéma 5). Ce renchérissement est particulièrement remarquable compte tenu du niveau élevé des taux, principal catalyseur à la correction des valorisations observée l'an dernier.

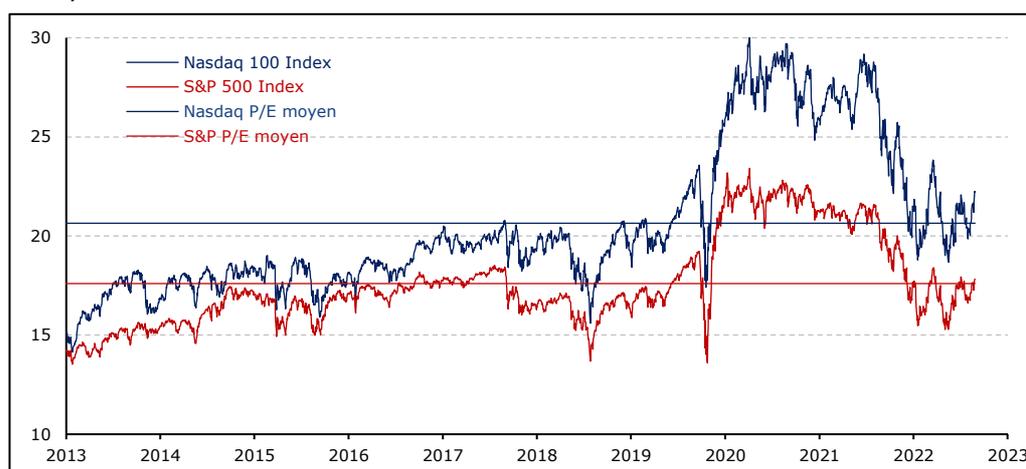


Schéma 5 : Ratio cours / bénéfices anticipés sur les 12 prochains mois.
(Sources : Homa Capital ; Bloomberg)

La force des flux entrants sur cette thématique peut pousser les valorisations sur de nouveaux sommets à court terme. Mais à moyen terme, il nous semble compliqué de maintenir ces niveaux, qui seront amenés à redescendre soit par l'effet d'une baisse des prix, soit par de nouvelles hausses substantielles des bénéfices. Une telle croissance n'est pas irréaliste au vu des possibilités offertes par ces nouvelles technologies, mais restera théorique tant que les acteurs n'auront pas détaillé leurs stratégies de monétisation, et que des exemples d'application à grande échelle viendront confirmer l'intérêt des clients.

Pour finir, la croissance liée à l'innovation a pour caractéristique de se matérialiser dans un futur assez lointain. La variable du taux d'actualisation a donc un effet très important sur la valeur présente de ces flux futurs. Une baisse significative des taux à court terme pourrait ainsi permettre à ces valeurs de poursuivre leur surperformance sans nouvelle amélioration de perspectives bénéficiaires ni expansion de multiples.