



Roberto Pacault, CFA
Responsable de la gestion

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. Les taux réels européens retrouvent des niveaux positifs. Quels impacts pour les agents économiques ?

Par Roberto Pacault – Responsable de la gestion

2. Les taux souverains retrouvent de l'attractivité. Quelles conséquences pour les autres classes d'actifs ?

Par Hocine Megherbi – Analyste actions

3. La raréfaction du pétrole et les tensions géopolitiques pèsent sur les cours. Quelle implication pour l'économie à court terme ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. LES TAUX RÉELS EUROPEENS RETROUVENT DES NIVEAUX POSITIFS.

En Europe, la hausse récente des taux nominaux conjuguée à l'accalmie observée sur l'inflation ont fait remonter les taux réels en territoire positif. Ces derniers ont atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis de nombreuses années. À titre illustratif, au 13 octobre, les taux réels à 10 ans s'établissaient à 0,4% en Allemagne, 0,8% en France et 2,6% en Italie (schéma 1). Au-delà du niveau, c'est la vitesse d'ajustement qui a surpris les investisseurs.

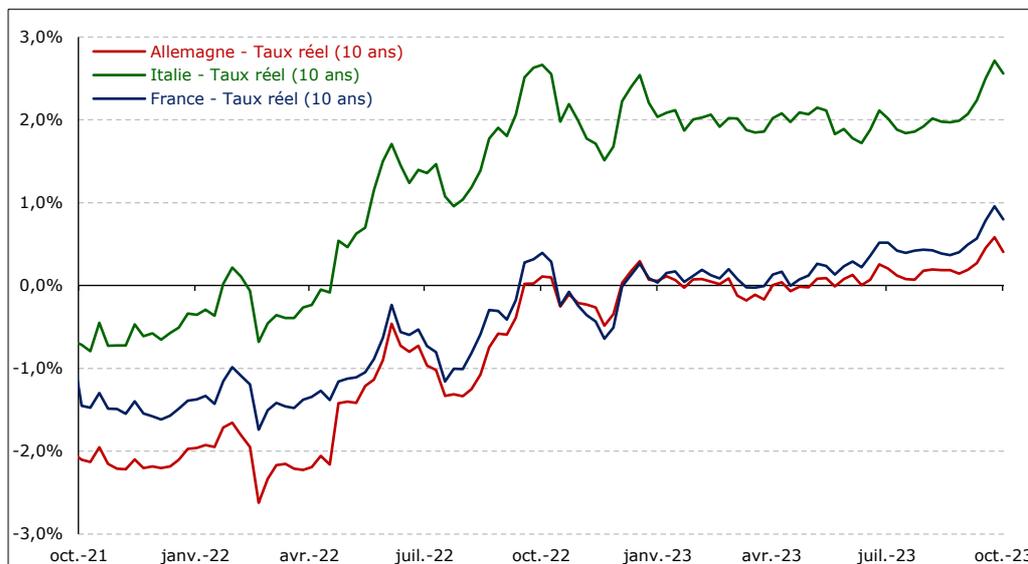


Schéma 1 : Évolution des principaux taux réels européens à 10 ans depuis 2021
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Quels impacts pour les agents économiques ?

Pour les entreprises, ce choc sur le coût du financement devrait impacter plus fortement les petites sociétés, qui empruntent principalement via le crédit bancaire, que les grands groupes dont les sources de financements sont plus diversifiées. L'effet négatif devrait également se faire ressentir sur les investissements. En effet, on observe historiquement que dans un contexte de désinflation et de taux réels en hausse, les entreprises privilégient le désendettement plutôt que l'investissement.

Cependant, certaines entreprises peuvent tirer profit de ce nouvel environnement : les sociétés ayant de fortes liquidités. À titre d'exemple, aux États-Unis où les taux réels sont positifs depuis plus d'un an, la société Apple a pu engranger près d'un milliard de dollars d'intérêts au cours du 3^e trimestre.

Concernant les ménages, cette hausse du taux réel devrait freiner l'investissement sous l'effet de son renchérissement et faire augmenter l'épargne qui redevient une protection contre l'inflation. L'impact sur la consommation est moins clair car d'avantage dépendant de la hausse des salaires réels.

C'est peut-être pour les États que la pression sera la plus forte. Assurément, l'augmentation du coût des intérêts pour les nations les plus endettées aura un impact sur les marges de manœuvre budgétaires. En Europe, avec le ralentissement économique qui se profile ainsi que le retour des règles sur les déficits publics, certains États seront contraints d'augmenter leurs revenus ou de baisser leurs dépenses afin de répondre à leurs impératifs budgétaires. La pression des investisseurs contre les dettes des pays les plus endettés pourrait resurgir.

2. LES TAUX SOUVERAINS RETROUVENT DE L'ATTRACTIVITÉ.

Avec le resserrement monétaire mis en place par la FED et la BCE pour lutter contre l'inflation, les taux souverains américains et européens ont connu depuis plus de deux ans un parcours spectaculaire. À titre d'exemple, le taux souverain américain à 2 ans est passé de 0,7% à fin 2021 à 5,1% au 13 octobre dernier. Sur la même période, le taux allemand à 2 ans est passé de -0,6% à 3,1%.

Après cette période de hausse, les taux souverains retrouvent une réelle attractivité pour les investisseurs, et la période « TINA » (*There Is No Alternative*) semble désormais derrière nous.

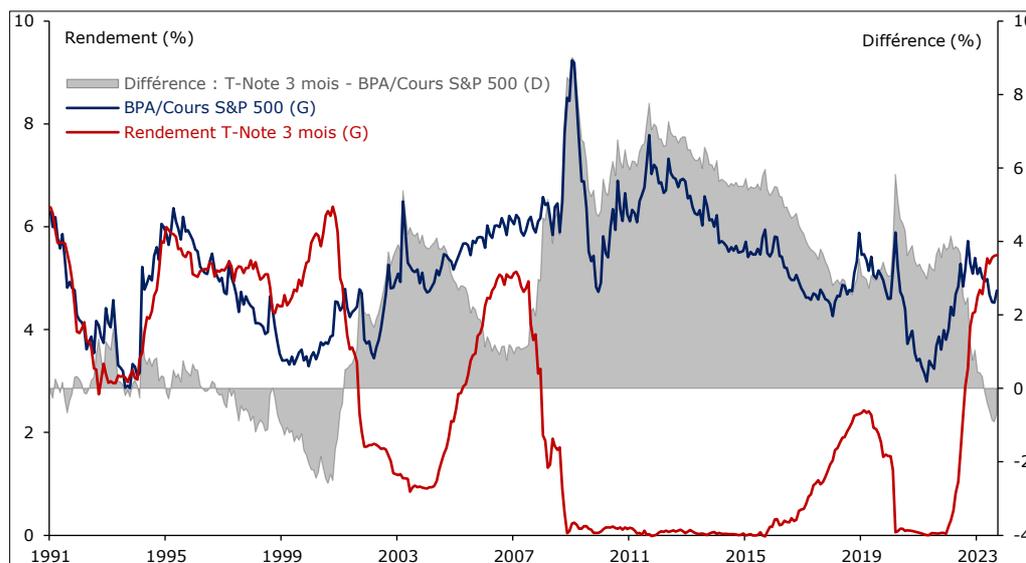


Schéma 2 : Différence de rendement entre le T-Note à 3 mois et le rendement des bénéfices du S&P 500 depuis 1991
(Sources : HOMA Capital, Bloomberg)

Quelles conséquences pour les autres classes d'actifs ?

L'environnement dans lequel évoluent les investisseurs est en train de changer, passant d'un état d'abondance des liquidités associé à des taux très faibles, à une situation de raréfaction des financements avec la remontée des taux.

Ce changement de paradigme impacte de nombreuses classes d'actifs via la reconstitution des primes de risques. Cependant, l'état d'avancement est différent entre les classes d'actifs, mais également au sein d'une même classe d'actifs.

À titre d'exemple, si l'on considère les actions larges américaines, on s'aperçoit que leur prime de risque (mesurée par la différence entre le rendement des bénéfices et le taux américain à 3 mois) a disparu et que leur valorisation relativement au taux monétaire est à un niveau extrême (schéma 2).

Si l'on considère cette métrique, le marché monétaire est extrêmement attractif comparativement aux actions.

À contrario, on s'aperçoit que certaines catégories d'actions ont déjà reconstitué une partie de leur prime de risque à l'image des petites capitalisations. Ces dernières ont été négativement impactées par l'incertitude régnant sur l'économie, les investisseurs préférant se tourner vers les grandes entreprises, souvent plus stables et mieux diversifiées.

Si l'on considère le différentiel de *Price to Sales* entre petites et grandes capitalisations, ce dernier est au plus bas depuis 2007 (schéma 3) et confirme la relative cherté des grandes capitalisations vis-à-vis des petites.

Ces écarts entre catégories d'actions pourraient perdurer tant que la trajectoire des taux souverains ne se sera pas stabilisée.

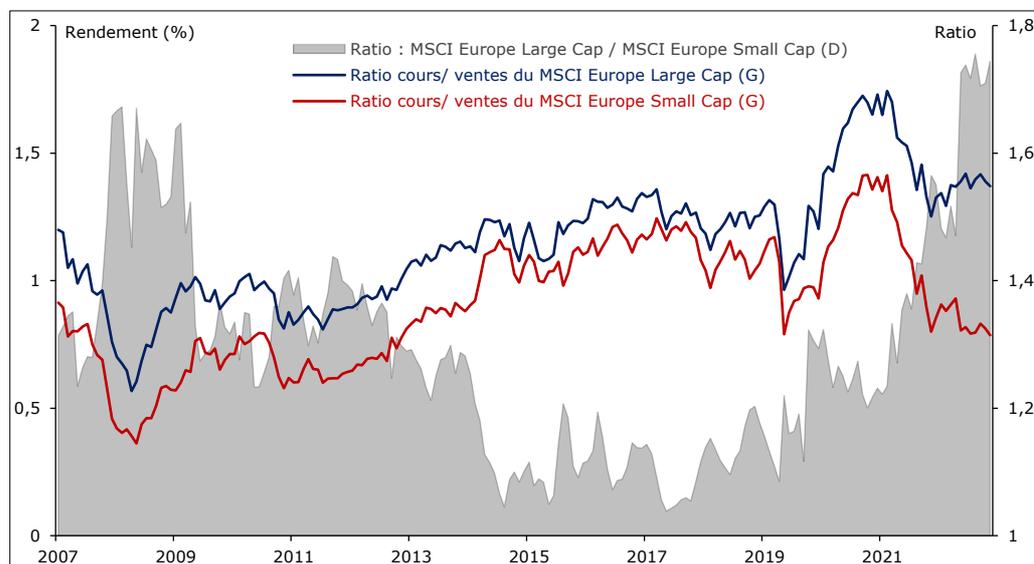


Schéma 3 : Évolution des ratios cours/ventes du MSCI Europe Large cap et du MSCI Europe Small cap depuis 2007
(Sources : HOMA Capital, Bloomberg)

3. LA RAREFACTION DU PETROLE ET LES TENSIONS GEOPOLITIQUES PESENT SUR LES COURS.

Le 5 octobre 2022, les membres de l'alliance OPEP+ réunis à Vienne avaient décidé d'une forte réduction de la production de pétrole de 2 millions de barils par jour (Mb/j), équivalent à 2% de la consommation mondiale de l'époque (101,8Mb/j). Cette réduction s'inscrivait dans une politique de soutien des prix visant à maintenir les recettes de ses membres. Deux pays ont été moteurs dans la décision : l'Arabie saoudite, souhaitant financer son plan Vision 2030 (\$7 000 Mds), et la Russie, pour financer la guerre en Ukraine.

Selon un rapport de l'Agence Internationale de l'Energie, ces mesures avaient été compensées par les pays non-membres via une hausse de leur production (+1,2Mb/j dont +0,6 pour les États-Unis), par la production de biocarburants (+0,4Mb/j), et par la contribution de l'Iran (+0,6Mb/j). Cela a permis une baisse du prix du pétrole de \$91 à \$71 entre octobre 2022 et juin 2023.

Lors de la réunion de l'OPEP du 4 juin dernier, les précédentes coupes n'ayant pas suffi à maintenir les prix, une nouvelle baisse de 1,4Mb/j débutant en 2024 a été votée. En plus de cette décision collégiale, l'Arabie saoudite a annoncé une réduction de sa production de 2Mb/j sur la fin de l'année 2023.

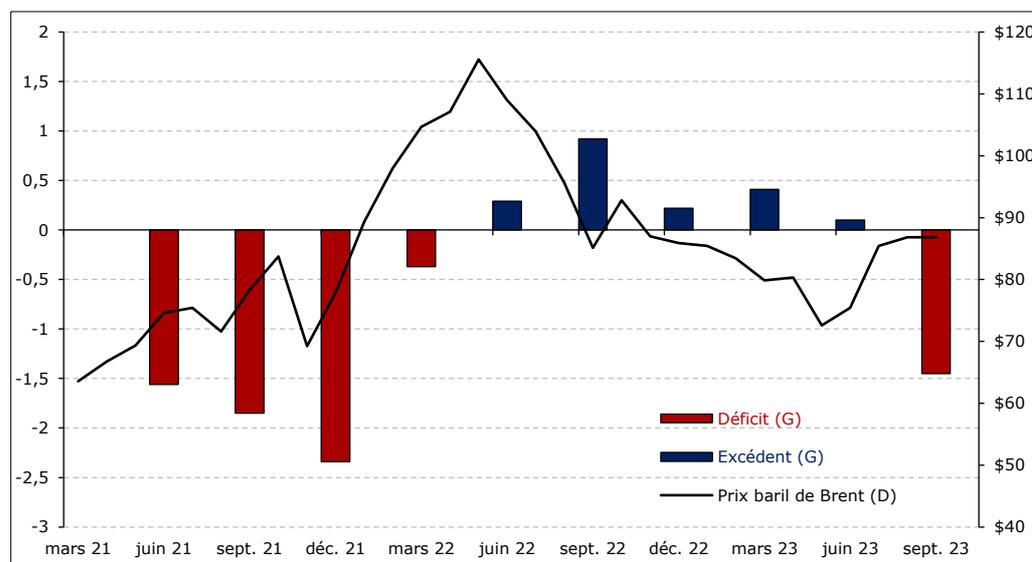


Schéma 4 : Solde entre offre et demande en Mb/j et évolution du prix du baril de Brent.

(Sources : HOMA Capital, OPEP, Bloomberg)

Quelle implication pour l'économie à court terme ?

En considérant les coupes évoquées, et si cette baisse n'est pas compensée par l'augmentation de la production d'autres pays, la production mondiale sera de 100Mb/j. Dans le même temps la demande mondiale a progressé au cours de l'année jusqu'à atteindre 101,9Mb/j. De ce fait, le déficit entre l'offre et la demande serait de 2Mb/j (schéma 4), ce qui pèserait à la hausse sur les prix.

Cette rarefaction de l'offre conjuguée à la hausse des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et des stocks bas devrait entraîner une pression haussière sur les cours. Cette augmentation du prix profitera aux économies exportatrices ainsi qu'à l'industrie pétrolière mais relancera les risques de stagflation dans les économies importatrices, notamment en Europe.