



**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.

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

Bonne lecture !

### SOMMAIRE

1. La FED maintient ses taux inchangés pour la deuxième réunion consécutive. Les conditions sont-elles réunies pour que nous assistions aux quatre baisses de taux anticipées par le marché pour l'année prochaine ?

*Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion*

2. La charge de la dette de l'État américain dépasse les 1000 milliards de dollars par an. Cette situation est-elle annonciatrice d'une période prolongée d'austérité ?

*Par Matthieu Massie – Analyste obligataire*

3. La croissance en zone euro stagne et ne montre pas de signe de rebond. Les anticipations de croissance en zone euro sont-elles toujours trop optimistes ?

*Par Yulia Sazonova – Analyste diversifié*

4. Après trois trimestres consécutifs de baisse, les bénéfices des entreprises américaines remontent au T3. Le rebond récent est-il annonciateur d'un nouveau cycle de croissance bénéficiaire ?

*Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié*

## 1. LA FED MAINTIENT SES TAUX INCHANGÉS POUR LA DEUXIEME REUNION CONSECUTIVE

Alors que la dernière réunion de politique monétaire de la FED devait être une simple formalité grâce à une issue télégraphiée par les membres du comité, il en a été autrement. Les commentaires de J. Powell lors de la conférence de presse consécutive à l'annonce des décisions ont fortement fait réagir les marchés obligataires. En effet, ce dernier a admis que la récente remontée des taux longs jouait un rôle important dans le durcissement des conditions financières, et devait conduire la FED à la prudence. Pour la première fois depuis longtemps il a évoqué le risque d'implémenter une politique trop restrictive, qui viendrait endommager la croissance et le marché de l'emploi. Sur ces mots, les taux ont violemment baissé et les anticipations de politique monétaire pour l'année 2024 ont été revues fortement à la baisse.

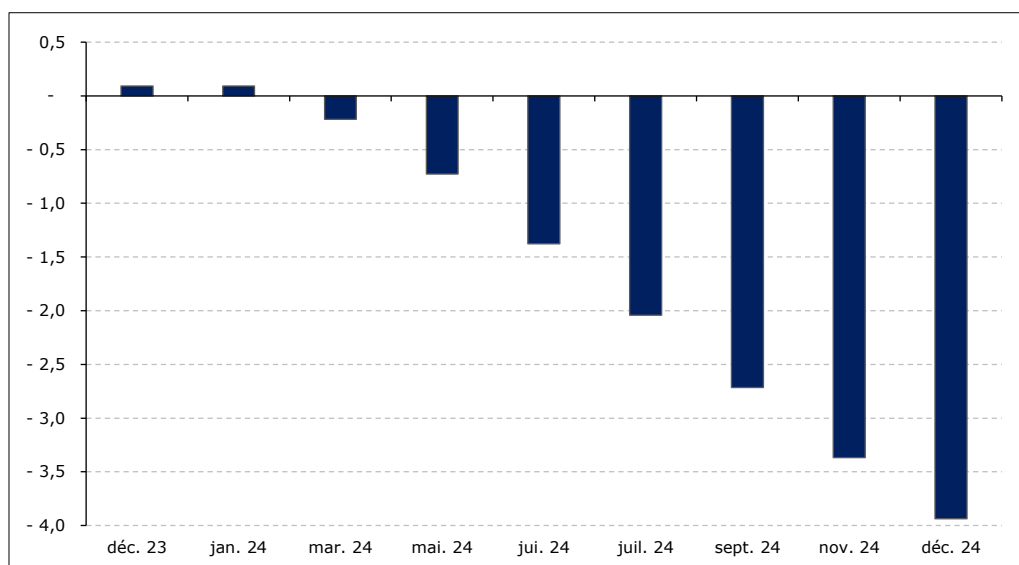


Schéma 1 : Nombres de hausses/baisses de taux anticipées par le marché des swaps d'ici à la fin de l'année 2024 (au 17 novembre 2023)

(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Les conditions sont-elles réunies pour que nous assistions aux quatre baisses de taux anticipées par le marché pour l'année prochaine ?

La récente baisse de l'inflation, l'accalmie sur le marché de l'emploi et le durcissement des conditions d'accès au crédit, confirment la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle américaine. Cependant, selon les études de la FED, seul 50% à 75% des hausses passées serait intégré aux conditions financières.

Ce décalage temporel pousse la banque centrale américaine à la patience, celle-ci voulant éviter la hausse « de trop » qui précipiterait l'économie américaine en récession. Pour toutes ces raisons, les conditions nécessaires à une nouvelle hausse de taux semblent actuellement hors de portée.

Cependant, les avis sur la politique monétaire pour 2024 divergent, avec d'un côté les membres de la FED qui anticipent des taux globalement stables (une baisse prévue par rapport au niveau actuel lors des projections de septembre dernier), et de l'autre, le marché et ses quatre baisses (cf. schéma 1).

De notre côté, nous estimons que si l'inflation continue sa dégrise via une normalisation du marché de l'emploi et une croissance sous son potentiel de long terme, alors le niveau restrictif de politique monétaire atteint ne serait plus justifié. De fait, des baisses de taux seraient d'actualité.

Toutefois, nous croyons la FED lorsqu'elle dit vouloir se montrer patiente et éviter un rebond de l'inflation. De ce fait, nous pensons que les baisses de taux n'auront pas lieu avant le troisième trimestre de l'année prochaine et que la FED procédera avec une grande prudence. Les quatre baisses anticipées par les investisseurs semblent donc être le maximum à attendre, sauf si les conditions économiques venaient à se dégrader plus rapidement que prévu.

## 2. LA CHARGE DE LA DETTE DE L'ÉTAT AMÉRICAIN DEPASSE LES 1000 MILLIARDS DE DOLLARS PAR AN.

L'année 2023 a marqué un tournant dans l'économie américaine, les dépenses d'intérêt de l'État ayant atteint un total supérieur à \$1000 milliards par an. Cette augmentation est due à la hausse des taux d'intérêt et à l'augmentation du stock de dette. En proportion, cela représente près de 3% du PIB et 15% des recettes fiscales de l'État (schéma 2).



Schéma 2 : Charge de la dette américaine en proportion des recettes fiscales de l'État et taux d'intérêt de l'état américain à 10 ans.

(Sources : John Authers)

Cette situation est-elle annonciatrice d'une période prolongée d'austérité ?

Ce n'est pas la première fois que les États-Unis sont confrontés à une telle situation. Dans les années 90, alors que les taux d'intérêt étaient d'environ 7% et que le ratio dette/PIB était d'environ 80%, la charge de la dette avait rapidement grimpé jusqu'à atteindre environ 3,5% du PIB. Pour faire face à cette situation, l'État américain avait mis en place une politique d'austérité à partir du milieu des années 90 qui a duré jusqu'au début des années 2000. Ces efforts prolongés avaient permis de ramener la charge de la dette à environ 1,5% du PIB en 2005, son niveau moyen depuis les années 50. La tâche avait été facilitée à l'époque par la dégrise des tensions géopolitiques consécutive à la chute de l'URSS qui avait permis à l'État fédéral de rediriger une partie du budget de la défense.

Aujourd'hui, avec un ratio dette/PIB de 120% et des taux d'intérêt autour de 5%, la situation est plus préoccupante encore car elle se dégrade à une vitesse de \$50 milliards par trimestre. De plus, les marges de manœuvres budgétaires paraissent restreintes par le retour des mesures protectionnistes (dont l'Inflation Reduction Act et la loi CHIPS and Science Act) et la remontée des tensions géopolitiques affectant le budget de la défense et les aides aux pays touchés.

De fait, les négociations budgétaires annuelles et notamment celles sur le vote du plafond de la dette, autrefois une simple formalité, se traduisent aujourd'hui presque systématiquement par un risque de paralysie de l'État fédéral. Ces événements sont révélateurs des pressions grandissantes au sein de la classe politique américaine pour plus de rigueur budgétaire, et l'échéance électorale de l'année prochaine risque d'exacerber le débat.

Dans un tel environnement, nous pensons que la hausse de la charge de la dette dans le budget des États-Unis va devenir un problème de plus en plus prioritaire pour le gouvernement qui prendra le pas sur les mesures de soutien économique, et débouchera probablement sur une période prolongée d'austérité.

### 3. LA CROISSANCE EN ZONE EURO STAGNE ET NE MONTRE PAS DE SIGNE DE REBOND.

La dernière publication du PIB de la zone euro a fait état d'une contraction de l'activité (-0,1% au T3 par rapport au trimestre précédent) pour la première fois depuis le second trimestre 2020. Cette publication n'a pas été une surprise pour les économistes qui tablaient sur une contraction de cette ampleur et anticipent un rebond de l'économie de la zone à partir de l'année prochaine, avec une croissance de +0,7% sur l'année 2024. Ces estimations sont cependant régulièrement revues à la baisse, tout comme celles effectuées par les instituts officiels à l'image de la commission européenne qui a réduit ses prévisions de croissance pour 2023 et 2024 le 15 novembre dernier (elle attend maintenant +0,6% pour 2023 et +1,2% en 2024 contre respectivement +0,8% et +1,3% précédemment). La BCE quant à elle table sur une croissance de +0,7% en 2023 et +1% en 2024.

Les anticipations de croissance en Zone Euro sont-elles toujours trop optimistes ?

Plusieurs indicateurs avancés laissent cependant penser que ces anticipations restent encore optimistes.

S'agissant de la dynamique de crédit en Europe, la forte hausse des coûts de financements provoquée par le resserrement de la politique monétaire et la baisse des dépenses d'investissement a entraîné au troisième trimestre 2023 la plus forte baisse sur un an de la demande de financement depuis la crise de 2008 (cf. schéma 3).

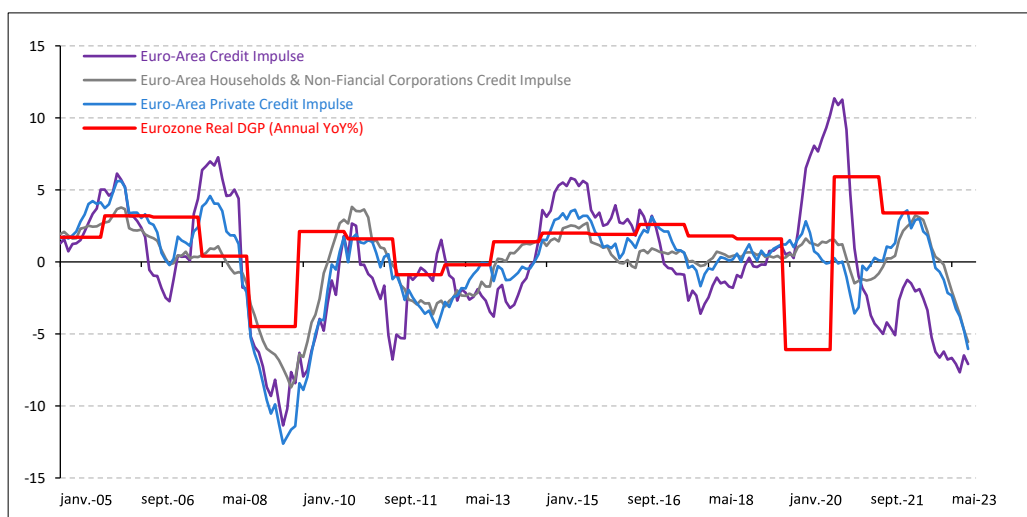


Schéma 3 : Dynamique de crédit et évolution du PIB depuis 2005  
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Les indicateurs de sentiment économique évoluent également sur des niveaux très déprimés, ne laissant pas entrevoir de rebond notable de l'activité à moyen terme. À titre d'exemple, l'*Economic Sentiment Indicator* et le *Consumer Confidence Indicator*, publiés par la Commission Européenne, évoluent tous deux en territoire récessif depuis l'an dernier et se sont à nouveau dégradés ces derniers mois, l'*Economic Sentiment* atteignant même son plus bas niveau depuis la crise du Covid.

Enfin, les enquêtes d'activité continuent elles-aussi à signaler une contraction. L'indice PMI manufacturier HCOB de la zone euro s'est établi à 43,1 en octobre 2023. Il s'agit du seizième mois consécutif où le secteur manufacturier est en territoire de contraction, et le niveau le plus bas depuis le rebond post-Covid. La diminution des nouvelles commandes en octobre a été parmi les plus fortes jamais enregistrées, mettant là aussi en évidence les faiblesses significatives de l'économie manufacturière. En outre, l'enquête a indiqué la réduction la plus rapide des niveaux d'emploi industriel depuis août 2020. L'activité dans les services, qui avait réussi à se maintenir en territoire d'expansion tout au long de l'année, s'est elle aussi retournée comme en témoigne le passage sous 50 du PMI des services depuis le mois d'août (47,8 en octobre).

Pour conclure, la réinstauration à partir du début de 2024 des critères de Maastricht (déficit maximum de 3%), va forcer de nombreux États à réduire leurs soutiens budgétaires à l'activité économique. Au T3, le déficit budgétaire de la France s'élevait à 4,8% du PIB, celui de l'Italie à 8% et celui de l'Espagne à 4,7%. Les mesures de soutien de ces trois pays, qui représentent environ 45% du PIB de la zone euro, ont été déterminantes jusqu'ici pour éviter une récession au niveau de la zone. Nous ne serions donc pas surpris de voir une poursuite de la dynamique de réduction des anticipations de croissance de la part des agents économiques et institutions officielles au cours des prochains mois.

#### **4. APRÈS TROIS TRIMESTRES CONSÉCUTIFS DE BAISSSE, LES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES AMÉRICAINES REMONTENT AU T3.**

Après avoir reculé d'environ -11% entre le T4 2022 et le T2 2023, les bénéfices par actions (« BPA ») des entreprises du S&P 500 ont retrouvé des couleurs au T3 avec un rebond d'environ +4%\* à ce stade des publications (94% des valeurs de l'indice ont publié au 17 novembre). Cette récession des BPA, qui peut surprendre au regard de la vigueur de l'économie américaine sur la même période, était due en grande partie à une baisse des niveaux de marge des entreprises sous l'effet de la hausse des coûts de production (intrants, coûts salariaux) et de la diminution des volumes de ventes (déséconomies d'échelle). Il est par ailleurs intéressant de noter que les publications des trimestres précédents étaient supérieures aux attentes, traduisant implicitement la surprenante résilience de l'économie américaine.

### Le rebond récent est-il annonciateur d'un nouveau cycle de croissance bénéficiaire ?

D'après les estimations des analystes\*, les bénéfices des entreprises du S&P 500 devraient croître de +2,7% au T4 2023 et +6,4% au T1 2024 (comparés au même trimestre de l'année précédente). Le plus dur serait donc derrière nous. Cependant, si l'on regarde plus en détail les publications récentes, un certain nombre de facteurs incitent encore à la prudence :

- 62% des entreprises ont publié des chiffres d'affaires supérieurs aux attentes, la plus faible proportion depuis début 2020\* ;
- Les discours des dirigeants ont été plus prudents que lors des précédents trimestres, et souvent accompagnés de révisions baissières des perspectives ;
- Les anticipations de ventes et de bénéfices pour les prochains trimestres ont été revues à la baisse pour une majorité d'entreprises (cf. Schéma 4).

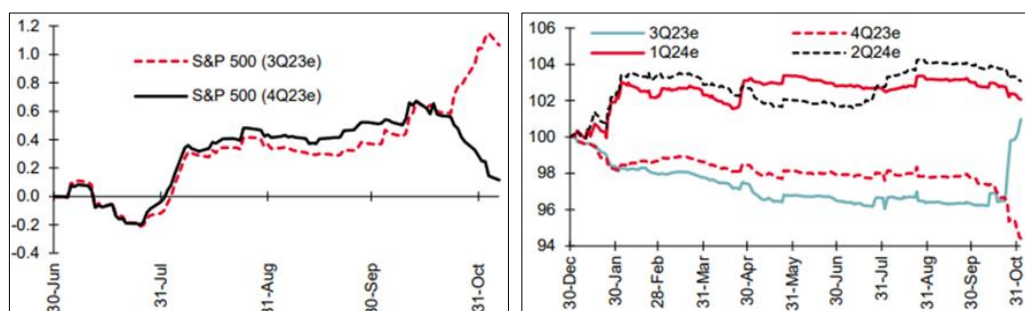


Schéma 4 : Évolution des attentes de ventes (à gauche) et de bénéfices (à droite) sur les entreprises du S&P 500.

(Sources : SG Cross Asset Research/Quant Research, FactSet)

Ainsi, la « qualité » des résultats du T3 est mauvaise à plusieurs titres, en particulier dans un contexte de croissance américaine qui a surpris par sa résilience. En effet, si nous ne tablons pas sur une récession imminente de l'économie américaine, nous pensons tout de même que celle-ci devrait ralentir au cours des prochains trimestres sous l'effet des hausses de taux d'intérêt. La dynamique actuelle de révisions négatives des estimations pourrait donc se poursuivre et une nouvelle phase de récession des BPA n'est pas à exclure.

Une reconstitution des niveaux de marges pourrait être de nature à contrer un ralentissement conjoncturel mais cette hypothèse dépendra notamment de l'issue des négociations salariales en cours. De nouvelles hausses de prix nous semblent peu probables étant donné les baisses de volumes que les hausses passées ont déjà engendrées (-4% depuis le point haut d'avril 2022, contre -7% en moyenne lors des récessions américaines depuis 1980).

\*Source : Rapport FactSet « Earnings Insight » du 17 Novembre.