



Roberto Pacault, CFA
Responsable de la gestion

INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'HOMA Capital est heureuse de partager 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 indicateurs avancés européens reprennent des couleurs. Est-ce le moment de privilégier les actions européennes, et plus particulièrement celles exposées au marché domestique ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

2. Aux États-Unis, la croissance est toujours très solide et l'inflation stagne. La pression sur les salaires va-t-elle diminuer suffisamment rapidement pour permettre à l'inflation « *supercore* » de refluer ?

Par Hocine Megherbi – Analyste actions

3. La saison des résultats des *larges caps* américaines est prometteuse alors que les *small caps* sont en souffrance. Les *larges caps* américaines sont-elles une nouvelle fois la catégorie d'actions à privilégier pour le S1 ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

1. LES INDICATEURS AVANCÉS EUROPÉENS REPRENENT DES COULEURS.

Alors que les révisions à la baisse des prévisions de croissance pour les grandes économies de la zone euro font la une des journaux, les indicateurs avancés se redressent depuis quelques mois (cf. schéma 1) et laissent espérer des lendemains meilleurs pour l'économie européenne. Bien qu'il s'agisse d'avantage d'une légère embellie que d'un réel rebond, la tendance semble de plus en plus claire.

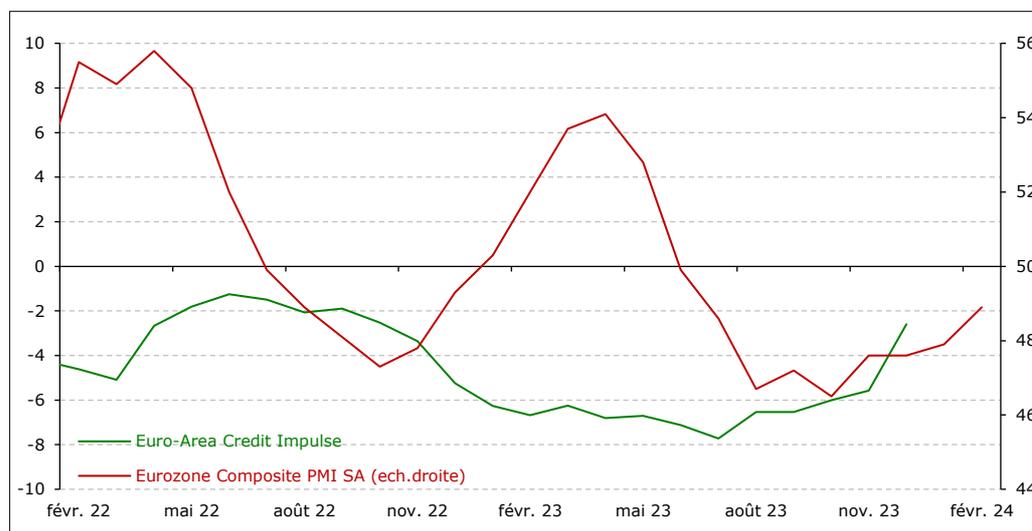


Schéma 1 : Évolution du PMI composite et de l'impulsion du crédit en zone euro depuis 2 ans.

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Est-ce le moment de privilégier les actions européennes, et plus particulièrement celles exposées au marché domestique ?

Les dernières enquêtes de conjoncture en Europe (PMI composite du mois de février) ressortent en progression par rapport au mois précédent (48,9 vs 47,9 en janvier). Il s'agit de leur plus haut niveau depuis le mois de juin dernier. Si l'on considère la composante « services », cette dernière atteint même la barre des 50 qui matérialise la frontière entre contraction et expansion.

Dans le même temps, la production de crédit, en baisse significative depuis de nombreux mois sous l'effet de la politique monétaire restrictive de la BCE, décroît de moins en moins rapidement. Si l'on en croit le dernier « *Bank Lending Survey* » de la BCE, les banques s'attendent même à une augmentation de la demande des prêts de la part des entreprises au cours du premier trimestre, ce qui serait une première depuis le deuxième trimestre 2022.

Ces indicateurs, qui précèdent généralement de plusieurs trimestres la variation du PIB, semblent indiquer un rebond de la croissance à venir. Cette amélioration peut trouver sa source dans l'augmentation du pouvoir d'achat des consommateurs à la suite de la baisse de l'inflation, du retour des investissements des entreprises après plusieurs années de prudence ou encore du raffermissement de la demande extérieure. Il est probable qu'une combinaison de ces trois facteurs soit à l'œuvre. Si une baisse de l'Euro venait à s'ajouter à ces facteurs de soutien, alors le rebond économique pourrait prendre encore plus d'ampleur.

Ces facteurs, bien que positifs, restent insuffisants pour garantir un redémarrage boursier des actions européennes à dominante domestique. Nous pensons que la première baisse des taux directeurs de la BCE sera le véritable signal de départ.

2. AUX ÉTATS-UNIS, LA CROISSANCE EST TOUJOURS TRÈS SOLIDE ET L'INFLATION STAGNE.

La croissance américaine s'est montrée particulièrement robuste au quatrième trimestre 2023 affichant une progression de +3,3% par rapport au troisième trimestre (contre +2,0% attendu par le consensus). Ce chiffre inattendu s'explique notamment par des dépenses de consommation particulièrement élevées en fin d'année (+2,8% au quatrième trimestre 2023 par rapport au troisième trimestre).

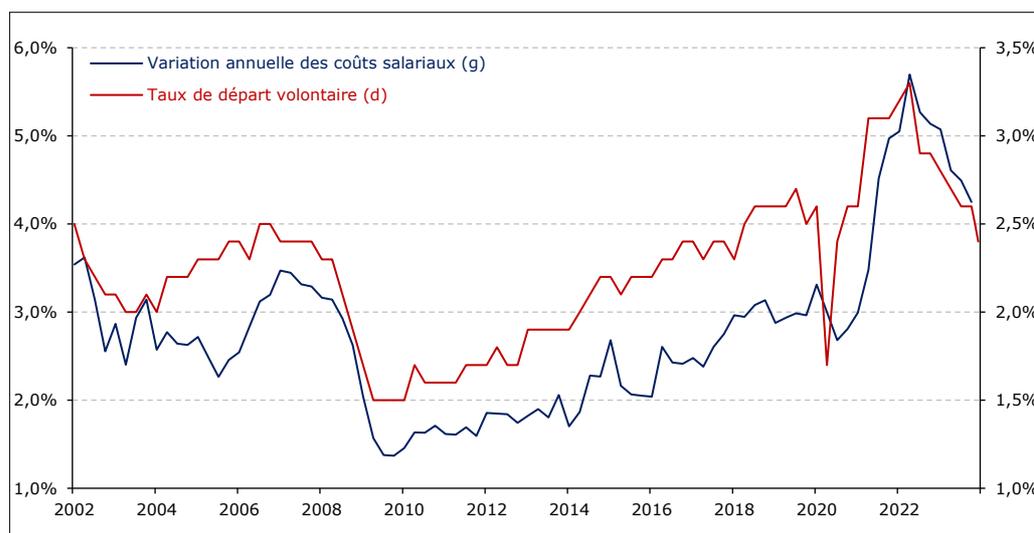


Schéma 2 : Évolution des coûts salariaux et du taux de départ volontaire.
(Source : US Bureau of Labor Statistics)

La pression sur les salaires va-t-elle diminuer suffisamment rapidement pour permettre à l'inflation « *supercore* » de refluer ?

Les derniers indicateurs concernant l'inflation « *supercore* » (l'inflation des services hors logement) ont plutôt eu tendance à ne présenter que des signaux de très lente normalisation. Tant que la pression haussière sur les salaires ne se sera pas atténuée, l'inflation des services hors logement ne pourra pas refluer puisque les entreprises seront contraintes d'augmenter leurs prix afin de maintenir leurs marges.

Le taux de départ volontaire constitue un bon indicateur avancé de l'évolution des salaires (cf. schéma 3). Après avoir atteint un pic en avril 2022 (3,3%), le taux de départ volontaire baisse de manière significative et atteint 2,4% à fin décembre 2023, la progression des salaires devrait donc continuer de fléchir. En effet, la tendance des coûts salariaux est au tassement depuis des mois, un signal favorable à la poursuite de la détente sur le marché du travail. Les salaires augmentent toujours mais à un rythme moins soutenu. C'est d'ailleurs aussi ce qui ressort des discours de la plupart des sociétés lors de leurs publications annuelles : les hausses de salaires cette année seront plus faibles que l'année dernière. A cela vient s'ajouter des licenciements massifs dans la plupart des grandes sociétés américaines (Amazon, UPS, Microsoft, IBM, Salesforce, Cisco, Citigroup...) ce qui dissuade globalement les employés de quitter leurs postes.

Les coûts salariaux devraient donc continuer leur baisse en 2024 et permettre à l'inflation « *supercore* » de refluer. Néanmoins, la vigueur de l'économie américaine pourrait ralentir ce processus.

3. LA SAISON DES RÉSULTATS DES *LARGE CAPS* AMÉRICAINES EST PROMETTEUSE. LES *SMALL CAPS* SONT EN SOUFFRANCE.

Alors que la saison des résultats bat son plein aux États-Unis (79% des entreprises du S&P 500 ayant publié au 16 février et 39% de celles du Russell 2000), un certain nombre d'enseignements peuvent d'ores et déjà en être tirés. Le premier confirme à nouveau la dichotomie entre les plus grandes et les plus petites entreprises, avec, à ce stade des publications, une croissance sur un an des ventes et des bénéfices par actions pour les entreprises du S&P 500 contre des baisses sur la même période pour les entreprises du Russell 2000. Le second, plus général, concerne la diminution du niveau des marges bénéficiaires, qui reculent de respectivement -1,6 point de pourcentage pour les entreprises du S&P 500 et -2 points de pourcentage pour celles du Russell 2000 (selon les données compilées par Bloomberg).

Les *large caps* américaines sont-elles une nouvelle fois la catégorie d'actions à privilégier pour le S1 ?

Malgré leur diminution récente, les marges bénéficiaires des grandes entreprises américaines se situent encore confortablement au-dessus de leur moyenne des 20 dernières années (10,5% actuellement contre 8,6% en moyenne), ce qui n'est pas le cas des petites capitalisations (1,8% actuellement contre 1,7% en moyenne). Par ailleurs, les anticipations de bénéfices sur le S&P 500 sont au plus haut historique et continuent de croître, ce qui n'est pas le cas du Russell 2000 dont les BPA anticipés sont nettement inférieurs au plus haut inscrit en juin 2022 et presque exactement au même niveau qu'il y a un an.

Ces éléments poussent à répondre à la question par l'affirmative mais ce serait ignorer le prix à payer pour cette croissance.

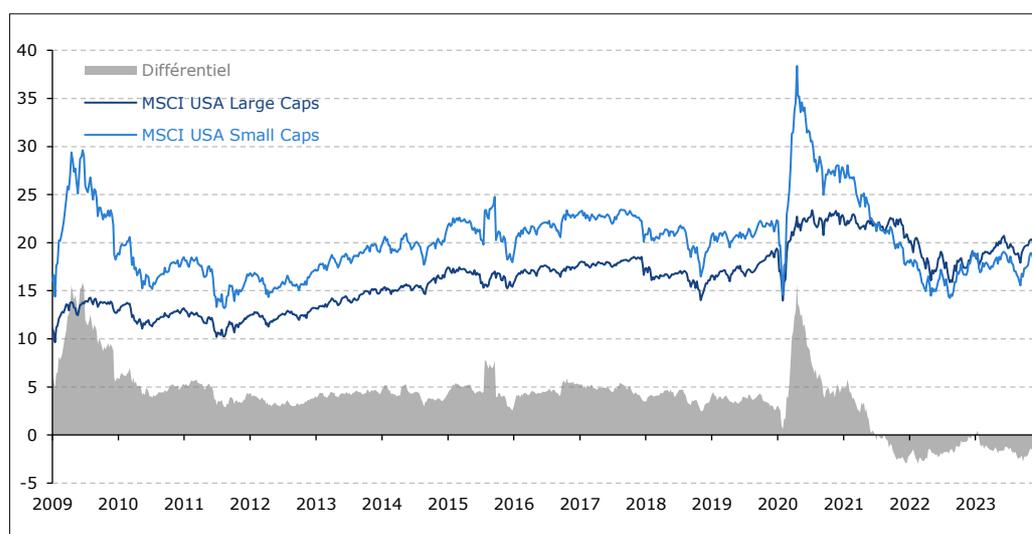


Schéma 3 : Évolution du ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois des actions américaines sur les 15 dernières années selon les tailles de capitalisation.
(Sources : HOMA Capital, Bloomberg)

En effet, la valorisation des grandes capitalisations américaines (mesurée par leur ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois) se situe aujourd'hui nettement au-dessus de sa moyenne post-crise 2008 (21 vs. 16 en moyenne). Afin de voir ce ratio diminuer sans subir de baisse de leurs cours de bourse, ces entreprises vont donc devoir battre des attentes déjà très élevées.

Le constat est inverse sur les entreprises de plus petites tailles qui, après avoir fortement subi l'environnement économique de ces quatre dernières années, affichent aujourd'hui une décote de valorisation très nette face aux grandes capitalisations (cf. schéma 2), et légère face à elles-mêmes (ratio cours bénéfice de 19 actuellement contre 20 en moyenne).

Les difficultés économiques auxquelles ont fait face ces entreprises au cours des dernières années (plus grande dépendance au financement par la dette, moindre capacité de fixation des prix, faibles marges pour absorber l'inflation de leurs coûts, déficit d'attractivité dans le recrutement, etc...) semblent maintenant en grande partie derrière elles. Ainsi, bien que nous ne tablions pas sur un effondrement des cours des grandes capitalisation nous pensons que le couple rendement/risque est plus attractif sur les petites capitalisations à horizon moyen-terme.