



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 anticipations de baisses de taux en Europe et aux États-Unis se sont réalignées sur les discours des banques centrales. Faut-il s'attendre à moins de trois baisses de taux par la FED et la BCE en 2024 ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

2. Les marchés actions américains affichent des niveaux de concentration très élevés. Est-ce le symptôme d'une bulle sur les actions technologiques américaines ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

3. Aux États-Unis, la prime de risque du crédit continue de se réduire tandis que les perspectives de baisses de taux s'éloignent. Les entreprises américaines peuvent-elles résister à des taux monétaires durablement élevés ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

4. Malgré l'amélioration des perspectives de croissance mondiale, les matières premières cycliques ne rebondissent pas. L'optimisme sur la croissance mondiale est-il justifié ?

Par Édouard Poulle – Gérant actions

1. LES ANTICIPATIONS DE BAISES DE TAUX EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS SE SONT RÉALIGNÉES SUR LES DISCOURS DES BANQUES CENTRALES.

Alors que le consensus tablait en fin d'année dernière sur six baisses de taux de la FED et sept de la BCE pour 2024, l'anticipation est désormais d'environ trois baisses de -25 points de base pour chacune des deux banques centrales. Néanmoins, la situation économique reste très différente sur les deux continents, ce qui pourrait amener les politiques monétaires à diverger. En effet, si la croissance pour 2024 aux États-Unis a été revue à la hausse (+2,4% contre +1,5% précédemment), la BCE a revu celle de l'Europe à la baisse (+0,6% contre +0,8%).

Faut-il s'attendre à moins de trois baisses de taux par la FED et la BCE en 2024 ?

Aux États-Unis, le chômage est légèrement remonté, la croissance du salaire horaire moyen a ralenti en février, et l'indicateur avancé « *quits rate* » (le nombre d'employés quittant volontairement leurs entreprises) se normalise. Néanmoins, le marché du travail reste tendu, tandis que la demande pour des biens en location et la consommation des ménages restent importantes. Cela s'explique partiellement par les forts flux migratoires (plus de 5 millions d'actifs depuis la pandémie) qui continuent à les soutenir. Ainsi, malgré sa décrue, l'inflation reste à un niveau élevé : CPI +3,2% sur un an à fin février et +3,8% pour la composante hors alimentation et énergie. Si la tendance désinflationniste se poursuit, le scénario de trois baisses de taux paraît donc encore possible, mais la force de l'économie américaine, si elle se maintient tout au long de l'année, pourrait le remettre en question.



Schéma 1 : Variation trimestrielle des salaires négociés et l'indice du coût de l'emploi en Zone Euro depuis 2008.

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg ; Eurostat)

La situation est bien différente en Europe. La BCE prévoit désormais une inflation moyenne de +2,3% en 2024, très proche de l'inflation cible de +2%. Les projections concernant l'inflation « *core* » ont également été revues à la baisse et s'établissent en moyenne à +2,6% pour 2024. La BCE reste très vigilante sur le coût du travail. Le rythme de croissance des salaires et de coût d'emploi a légèrement ralenti fin 2023 (cf. schéma 1). Enfin, la croissance est plus fragile en Europe et les secteurs sur lesquels reposerait un éventuel rebond sont toujours aux abonnés absents : l'industrie et la demande extérieure en Allemagne, les services et la consommation intérieure en France. Ces éléments devraient finir par rassurer la BCE et l'inciter à assouplir, graduellement, sa politique monétaire. Il est donc probable que la BCE soit obligée de réaliser au moins trois baisses de taux en 2024 afin d'éviter la récession.

En conclusion, il est important de rappeler que les deux banques centrales ne cherchent pas à casser les anticipations de baisse des taux d'intérêt, mais à les temporiser. Le *timing* de la première baisse des taux influencera également le nombre de baisse pour l'ensemble de l'année.

2. LES MARCHÉS ACTIONS AMERICAINS AFFICHENT DES NIVEAUX DE CONCENTRATION TRÈS ÉLEVÉS.

Depuis plusieurs années, les entreprises technologiques américaines surperforment nettement le reste de la cote, si bien que les indices actions américains ont atteint cette année des niveaux de concentration record rappelant certaines phases de l'histoire boursière que nous souhaiterions ne pas revivre.

À titre d'exemple, les dix plus grosses capitalisations de l'indice S&P 500 pèsent aujourd'hui près de 34% de l'indice, contre environ 26% au pic de la bulle internet. De manière plus large, selon une étude de Deutsche Bank, les 10% des plus grosses capitalisations américaines représentent près de 75% de la capitalisation boursière totale du pays, dépassant ici aussi les niveaux atteints en 2000, et égalant même le précédent record établi en 1929.

Est-ce le symptôme d'une bulle sur les actions technologiques américaines ?

Tout d'abord, la concentration d'un indice est avant tout le signe d'une faible diffusion de la hausse au sein de celui-ci, tandis qu'une bulle se caractérise plutôt par une hausse généralisée (entre autres facteurs).

De plus, cette surperformance boursière est d'abord le produit d'une forte surperformance économique, ces entreprises ayant généré une croissance de leurs bénéfices par actions nettement supérieure au reste des entreprises américaines depuis la crise financière (cf. schéma 2).

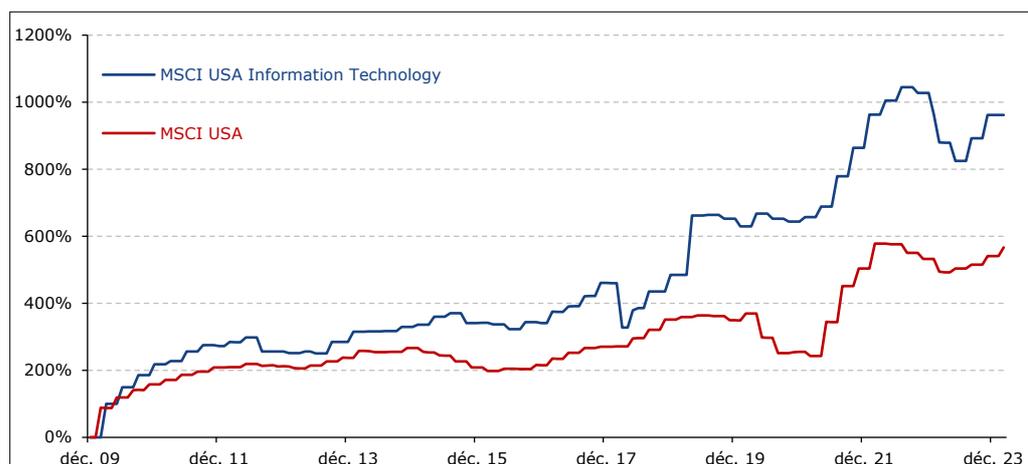


Schéma 2 : Croissance des bénéfices par actions du marché américain et du secteur technologique.

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Si bien que les ratios de valorisation des plus grandes entreprises technologiques, bien qu'élevés, ne paraissent pas extravagants. À titre d'illustration, le ratio cours bénéfices anticipés à 12 mois des « *Magnificent seven* » ne se situe que très légèrement au-dessus de sa moyenne des dix dernières années (29 aujourd'hui contre 28 en moyenne depuis 2015 selon l'indice calculé par Bloomberg).

La bulle, si elle existe aujourd'hui, semble donc plutôt se situer dans la profitabilité de ces entreprises. En effet, une telle surperformance économique suggère à minima des niveaux de marges difficilement soutenables. À plus ou moins long terme ces entreprises seront forcées de les réduire, que ce soit sous la pression d'une concurrence nouvelle attirée par cette forte rentabilité, ou celle d'un État cherchant à limiter la concentration des richesses.

Pour finir, ces niveaux de valorisation sont aussi dépendants du consensus des analystes, qui, comme ils l'ont montré en 2020 dans le secteur de la santé notamment, peuvent parfois extrapoler des tendances court-terme très spécifiques sur du long terme, gonflant les attentes bénéficiaires et faisant artificiellement baisser la valorisation. Ce pourrait être le cas aujourd'hui sur la thématique de l'IA.

3. AUX ÉTATS-UNIS, LA PRIME DE RISQUE DU CRÉDIT CONTINUE DE SE RÉDUIRE TANDIS QUE LES PERSPECTIVES DE BAISES DE TAUX S'ÉLOIGNENT.

En 2022, alors que l'inflation était grandissante et que le cycle de resserrement n'était qu'à ses débuts, le marché du crédit américain à haut rendement a vu ses *spreads* s'écarter avec la crainte que la hausse des taux de la FED ne provoque des problèmes de refinancement pour les sociétés fortement endettées.

Après avoir atteint un niveau historiquement bas de 0,8% en janvier 2022, le taux de défaut des obligations à haut rendement aux États-Unis a augmenté régulièrement tout au long de 2022 et 2023. L'année dernière, seuls 27 des 880 émetteurs (3,0%) de l'indice ICE US HY Master Index ont fait défaut, sans pour autant faire passer cet indicateur au-dessus de sa moyenne historique (5,0% depuis 1983).

La bonne tenue des bilans des sociétés à risques a été multifactorielle : amélioration des marges opérationnelles, capacité à transférer l'inflation à leurs clients finaux, aptitude à repousser leur besoin de financement et geler leurs investissements. Cette résistance, couplée à un reflux continu de l'inflation et une croissance annuelle du PIB réel de 2,5%, a permis une baisse de la prime de risque demandée par les investisseurs venant partiellement compenser l'impact du resserrement monétaire (cf. schéma 3).

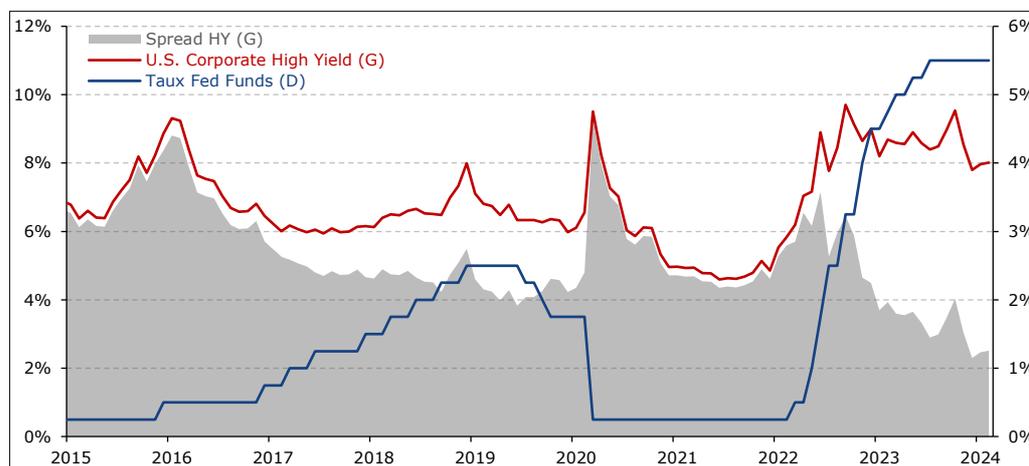


Schéma 3 : Évolution du taux monétaire et du taux actuariel des émissions à haut rendement américaines depuis 10 ans.
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Les entreprises américaines peuvent-elles résister à des taux monétaires durablement élevés ?

Pour que la prime de crédit n'augmente pas, deux conditions sont nécessaires : le maintien de la croissance économique et la persistance de l'assouplissement des conditions financières.

À contrario, si le scénario d'une inflation cœur plus résistante que prévue, venait à se réaliser, la FED pourrait repousser les baisses de taux prévues et ainsi maintenir une politique monétaire restrictive plus longtemps. Les craintes entourant le refinancement des entreprises pourraient ressurgir, entraînant l'écartement des *spreads* de crédit. Cette détérioration des conditions de financement viendrait faire augmenter le nombre de défauts sachant que \$51 milliards de dettes BBs et Bs arriveront à maturité en 2024 contre \$31 milliards en 2023.

4. MALGRÉ L'AMÉLIORATION DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE MONDIALE, LES MATIÈRES PREMIÈRES CYCLIQUES NE REBONDISSENT PAS.

Fin 2022, le consensus économique tablait avec une quasi-certitude sur un scénario de récession mondiale or celle-ci ne s'est pas produite. Le resserrement monétaire semblant maintenant derrière nous, les prévisions pour l'année 2024 se stabilisent en territoire positif pour la Chine et l'Europe, et sont même régulièrement revues à la hausse pour les États-Unis.

Dans un contexte où l'on pourrait logiquement anticiper une croissance des matières premières cycliques, la réalité contraste. Cette discordance suscite alors un examen approfondi de ses composants qui révèle que les métaux cycliques demeurent stables, tout comme le segment de l'énergie.

Une exploration plus fine révèle que le pétrole est la seule composante énergétique à enregistrer une croissance sur la période (cf. schéma 4), vraisemblablement attribuable au contrôle du ratio production/demande orchestré par l'OPEP. En revanche, le gaz naturel connaît une forte baisse, tout comme le charbon, entraînant dans leur sillage une pression sur les prix de l'électricité. Du côté des métaux, le nickel, l'aluminium et le zinc enregistrent des baisses significatives, tandis que le cuivre progresse.

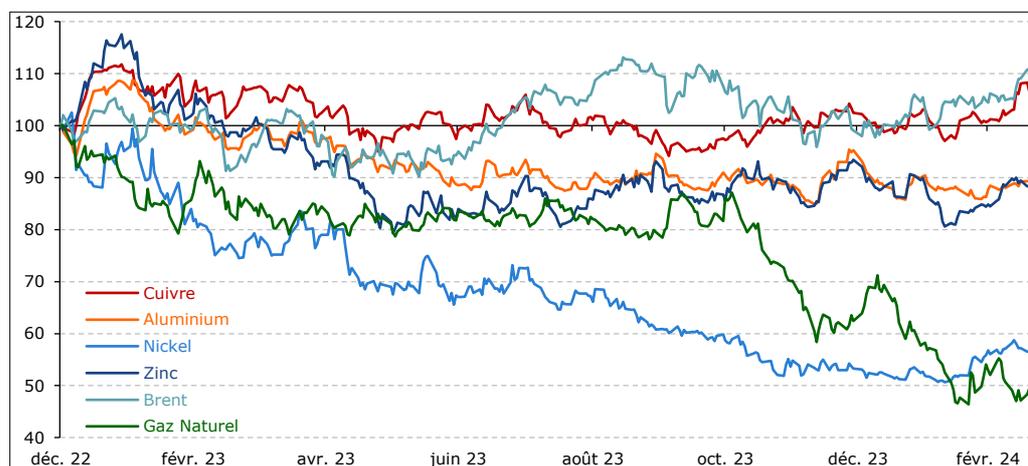


Schéma 4 : Évolution du prix en USD des matières premières cycliques (base 100 fin 2022).

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

L'optimisme sur la croissance mondiale est-il justifié ?

Face à ces observations, il apparaît évident que malgré les bonnes perspectives de croissance mondiale, certains secteurs demeurent sous pression. Les fluctuations des métaux soulignent la fragilité du secteur de la construction, illustrée par la baisse notable du nickel (utilisé principalement dans la production d'acier inoxydable), de l'aluminium et du zinc.

Les récentes baisses du gaz et du charbon révèlent une reprise plus lente de l'industrie, tandis que la performance supérieure du cuivre est alimentée par l'essor de la mobilité durable et des besoins en batteries électriques.

Enfin, il convient de noter que la plupart de ces matières premières demeurent stables depuis le début de 2023, mais enregistrent toutes une croissance par rapport à 2019. Ceci reflète une économie mondiale solide et en expansion, avec cependant certains secteurs sous pression, à l'image de la construction et de l'industrie qui pèsent directement sur les économies chinoise et européenne.