



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. La banque du Japon poursuit sa normalisation monétaire, mais le yen reste faible. La normalisation de la politique monétaire japonaise suffira-t-elle à déclencher une appréciation durable du yen ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

2. Les rendements obligataires américains ont sensiblement augmenté au cours des dernières semaines. Quels sont les principaux facteurs explicatifs de cette hausse ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

3. Le rebond marqué des PMI allemands signale un raffermissement de l'activité. Ce rebond marque-t-il le début d'un nouveau cycle d'expansion en Allemagne ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

1. LA BANQUE DU JAPON POURSUIT SA NORMALISATION MONÉTAIRE, MAIS LE YEN RESTE FAIBLE.

Au sortir de la crise du Covid, la dépréciation du yen a accompagné l'élargissement du différentiel de taux entre les États-Unis et le Japon. Cependant, depuis que la BoJ a débuté son cycle de hausses de taux en mars 2024, le différentiel s'est réduit mais la devise nippone a continué à se déprécier (cf. schéma 1). Bien qu'il n'y soit plus aussi directement corrélé, le yen reste néanmoins épisodiquement sensible à cet écart de taux lorsque les anticipations du marché concernant les politiques monétaires américaines et japonaises à venir varient.

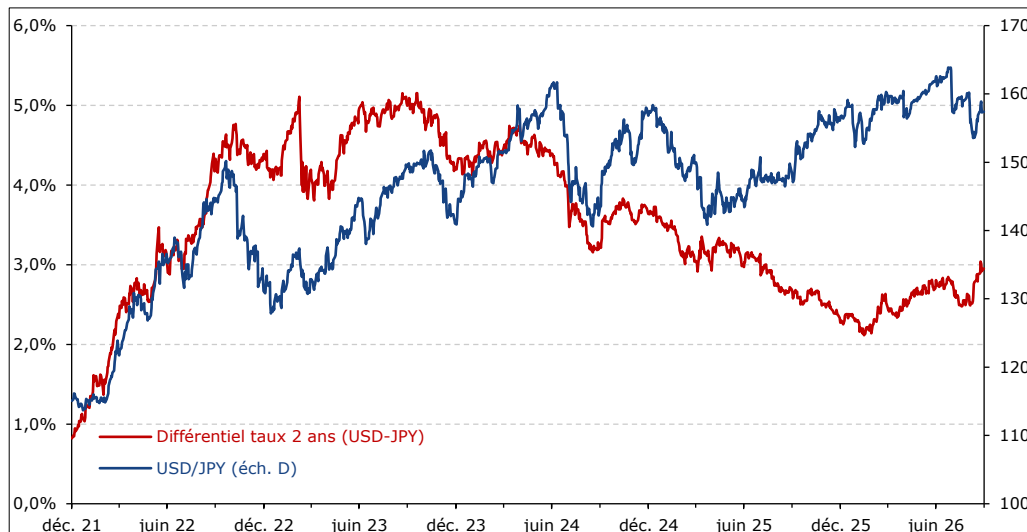


Schéma 1 : Évolution de l'USD/JPY et du différentiel de taux souverains à deux ans entre les États-Unis et le Japon.
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

La normalisation de la politique monétaire japonaise suffira-t-elle à déclencher une appréciation durable du yen ?

Bien que la réduction de l'écart de taux milite pour une appréciation du yen, force est de constater que le rythme actuel de normalisation n'est pas suffisant pour réduire significativement l'avantage de rendement du dollar. À trajectoire américaine inchangée, une accélération du resserrement japonais, au-delà de celle anticipée par les investisseurs, serait nécessaire pour renforcer le soutien au yen.

La persistance des tensions salariales et la diffusion progressive des hausses de coûts aux prix pourraient justifier de nouvelles hausses de taux, alors que les conditions financières japonaises restent accommodantes. L'enjeu n'est pas que les taux japonais dépassent les taux américains, mais que la réduction du différentiel soit plus importante qu'anticipé.

Des facteurs externes pourraient ensuite amplifier le mouvement. En particulier, un regain de volatilité du yen pourrait entraîner un débouclage des positions de *carry trade* financées en yen, renforçant rapidement la devise sans garantir une appréciation durable.

Nous retenons donc un potentiel de soutien progressif au yen, conditionné à une accélération de la normalisation japonaise ou à un assouplissement américain. Toutefois, un yen plus fort pèserait sur les bénéfices réalisés à l'étranger, tandis que les banques pourraient bénéficier de taux domestiques plus élevés.

2. LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES AMERICAINS ONT SENSIBLEMENT AUGMENTÉ AU COURS DES DERNIÈRES SEMAINES.

Depuis le début du mois de septembre les taux américains remontent de manière marquée, avec des hausses de respectivement +51 pb et +41 pb pour les taux à 2 et 10 ans. Ce mouvement reflète un ajustement des anticipations sur la trajectoire future des taux de la Réserve Fédérale (Fed), le marché prévoyant maintenant 3 à 4 hausses supplémentaires à horizon mi-2027, contre 1 à 2 hausses il y a un mois. Dans le même temps, les anticipations d'inflation n'ont progressé que modestement avec un *breakeven* d'inflation à deux ans qui s'apprécie de +11 pb depuis le début du mois (cf. schéma 2), si bien que la hausse des taux récente repose en large partie sur une croissance des taux réels.

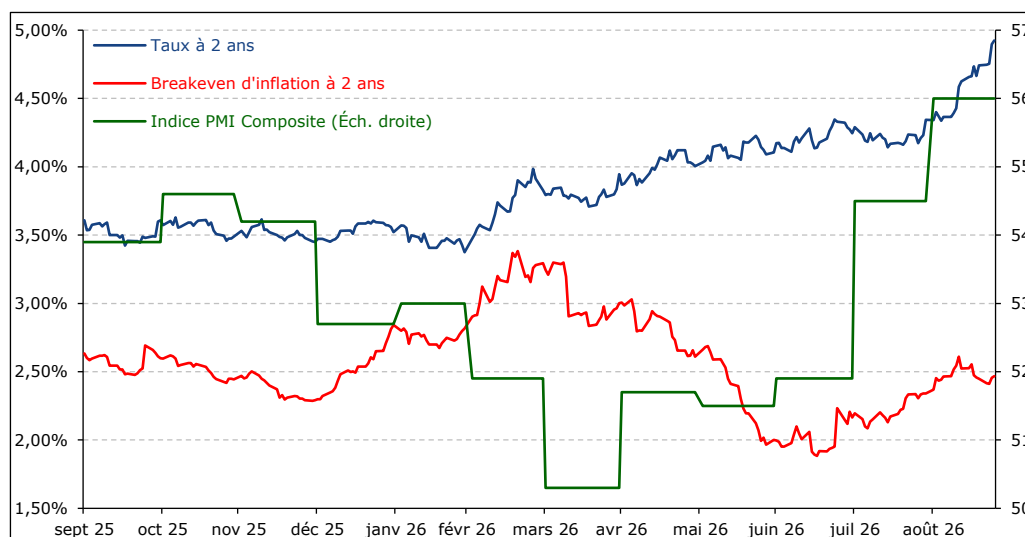


Schéma 2 : Évolution des taux, des anticipations d'inflation et de l'indice PMI composite depuis un an aux États-Unis.

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg ; S&P Global)

Quels sont les principaux facteurs explicatifs de cette hausse ?

Depuis le début du conflit au Moyen-Orient, les craintes de transmission de la hausse des prix énergétiques aux prix des biens et services non directement liés à l'énergie ont été tempérées par un environnement macroéconomique de croissance en phase de ralentissement. Dans ce contexte, le marché tablait plus sur une unique hausse que sur l'amorce d'un nouveau cycle de resserrement monétaire. Ces anticipations ont été justifiées par les données d'inflation publiées ces derniers mois, qui ont montré une hausse de l'inflation totale liée aux prix de l'énergie, mais pas de transmission claire à sa composante cœur.

Cependant, depuis la fin du mois de juillet, les indicateurs avancés de croissance repartent nettement à la hausse, si bien que l'équilibre entre les deux mandats de la Fed (inflation faible et plein emploi) s'est rompu et le marché commence à intégrer un scénario de resserrement monétaire moins bénin qu'auparavant.

Les craintes de soutenabilité budgétaire, souvent évoquées face à la trajectoire du déficit de l'État américain et son niveau d'endettement, ne semblent pas jouer un rôle majeur dans le mouvement récent, comme en témoignent l'aplatissement de la courbe des taux (pente 2-10 ans : -10 bp en septembre) et l'estimation de la prime de terme sur les obligations à 10 ans américaines, qui ne remonte que modestement (+8 pb selon le modèle de la Fed).

Enfin, le dernier facteur parfois évoqué serait le rééquilibrage progressif de l'offre et de la demande sur les marchés obligataires américains (via la hausse des émissions du secteur technologique et de l'État et la baisse de la demande provenant de l'étranger). Cependant, cet effet s'exprime surtout sur le long terme et ne peut contribuer à expliquer qu'une faible partie du mouvement actuel.

3. LE REBOND MARQUÉ DES PMI ALLEMANDS SIGNALE UN RAFFERMISSEMENT DE L'ACTIVITÉ.

Le PMI manufacturier allemand s'est établi à 54,3 en août, contre 52,2 en juillet, atteignant son niveau le plus élevé depuis 51 mois et confirmant le raffermissement du cycle industriel (cf. schéma 3). Cette amélioration repose principalement sur la composante « nouvelles commandes », en expansion pour le troisième mois consécutif et à son rythme le plus soutenu depuis février 2022, sous l'effet notamment du redressement des commandes à l'exportation. La demande est par ailleurs soutenue par la montée des dépenses de défense, les investissements dans les centres de données et un mouvement de constitution de stocks de précaution.

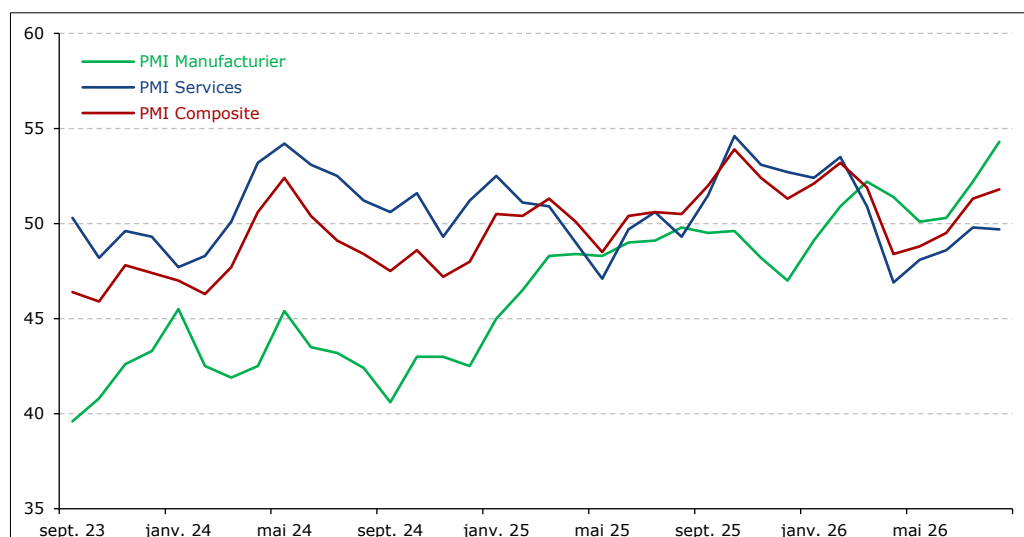


Schéma 3 : Evolution des PMI en Allemagne, 2023-2026
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg ; S&P Global)

Ce rebond marque-t-il le début d'un nouveau cycle d'expansion en Allemagne ?

Au-delà des enquêtes de conjoncture, la reprise s'appuie sur un raffermissement conjoint de l'investissement, des exportations et des commandes industrielles. Plusieurs facteurs de soutien se dégagent : la progression des investissements directs étrangers, l'accélération des exportations vers les États-Unis et la demande associée aux infrastructures de centres de données. S'y ajoute, selon *The Economist*, un regain de dynamisme entrepreneurial, illustré par la progression des créations de jeunes entreprises et des levées de fonds, en particulier dans l'IA et la robotique. La soutenabilité du rebond dépendra toutefois de la capacité de ces nouveaux moteurs à compenser les fragilités structurelles de l'industrie allemande, au premier rang desquelles l'érosion de certains débouchés traditionnels, notamment en Chine. À ce stade, la reprise semble ainsi procéder d'une diversification progressive des sources de croissance plutôt que d'un simple retournement cyclique.

Un second point d'attention tient à la composition de la demande : la reprise demeure en partie portée par la dépense publique et les exportations, via des programmes financés par endettement dans les infrastructures, la transition énergétique et la défense. Cette impulsion ne suffit pas, à elle seule, à lever les contraintes structurelles qui pèsent sur la compétitivité allemande, en particulier le vieillissement démographique et le niveau élevé des coûts de l'énergie. La pérennité du rebond dépendra dès lors de la capacité de l'économie allemande à convertir le soutien budgétaire actuel en gains durables de productivité et en investissement privé, ce qui suppose une accélération des réformes structurelles destinées à restaurer la compétitivité.

En définitive, la reprise apparaît avérée mais encore fragile : elle demeure, à court terme, davantage tributaire des exportations et de la dépense publique que d'un redressement généralisé du potentiel de croissance.