



Lettre hebdomadaire HPC n°264, lundi 13 novembre 2023

Jean-Noël VIEILLE- Chief Economist

Les taux dirigent les marchés financiers

Hors de conjonctures exceptionnelles, (troubles géopolitiques, crise sanitaire et autres), les marchés financiers réagissent au comportement des entreprises et à l'évolution des taux d'intérêt. La valorisation résulte en effet d'une combinaison entre croissance attendue des résultats des entreprises et prise en compte d'un taux d'actualisation. En 2023, l'interprétation de l'évolution des marchés financiers est restée complexe et beaucoup d'investisseurs ont pu être surpris. La hausse du début de l'année résulte d'un bon alignement des deux facteurs précédents. La majorité des entreprises a dépassé les estimations en matière de bénéfices au T1, conséquence des attentes réduites par la crise énergétique hivernale. Et de façon erronée, les investisseurs ont pris l'option d'une baisse des taux d'intérêt pour fin 2023. Depuis, les espoirs ont été déçus. Dès le début du deuxième trimestre, l'Europe connaît des surprises économiques négatives. Les résultats du deuxième trimestre ont été mitigés, avec seulement environ la moitié supérieure aux attentes du marché, soit le taux de « dépassement » le plus bas depuis avant la pandémie de Covid-19. Le T3 poursuit ces tendances. Les ventes au détail, sont devenues négatives et les enquêtes auprès des directeurs d'achats se sont affaiblies. La déception augmente à mesure que la publication des résultats progresse. Les déclarations des perspectives des entreprises mettent aussi en évidence des risques qui s'étendent jusqu'en 2024. Enfin le maintien d'un discours de fermeté des banques centrales cet été a précipité le repli des marchés, repli encore marqué en octobre, en partie à cause des tensions géopolitiques.

Croissance des résultats et dynamique des taux déterminent l'évolution des marchés

Un marché US un peu plus performant.

Au 10/11/2023					
Indices	Perf 2023	Perf Semaine	Perf Octo.	Perf 2022	Perf 2021
Cac 40	8,8%	0,0%	-3,5%	-9,5%	28,9%
Eurostoxx 50	10,6%	0,5%	-2,7%	-11,7%	21,0%
DAX	9,4%	0,3%	-3,7%	-12,3%	15,8%
Dow Jones	5,8%	0,7%	-1,8%	-10,8%	18,7%
Nasdaq	31,8%	2,4%	-2,8%	-33,1%	21,4%
Nikkei	24,8%	1,9%	-3,1%	-9,4%	3,6%

Les trois facteurs qui déterminent les bénéfices des entreprises sont les volumes, le pouvoir de fixation des prix et les structures de coûts. En Europe, les entreprises sont confrontées à des pressions dans au moins un de ces domaines. Les secteurs de l'industrie et de l'automobile font état de faibles nouvelles commandes depuis plus d'un an et ont aussi signalé plus récemment des problèmes de coûts. Les compagnies aériennes et l'automobile sont des secteurs très compétitifs avec un pouvoir de fixation des prix limité. La hausse des salaires et des prix du pétrole aggrave la pression sur les entreprises les plus exposées aux salaires et à l'énergie. La demande s'affaiblit et les marges sont menacées. Les marges sont procycliques : lorsque la croissance s'améliore, les marges augmentent, et lorsque la croissance ralentit, elles se contractent. Ce cycle économique typique est déjà en cours mais pour l'indice Stoxx 600, les marges restent bien supérieures aux niveaux d'avant Covid. Si les marges devaient revenir à celles de 2018, les bénéfices en Europe chuteraient de plus de 10%. La résilience des marges sera une caractéristique déterminante des actions gagnantes en 2024.

Vers un arrêt de la hausse des taux !

L'évolution des rendements obligataires compte également dans l'évolution des marchés financiers. La forte hausse des taux d'intérêt au cours des deux dernières années n'a pas seulement affecté la valorisation des actions mais aussi la rentabilité des entreprises les plus endettées. Des rendements plus élevés et des pressions sur les marges signifient que les investisseurs vont rechercher des entreprises avec des marges plus solides et un effet de levier plus faible. Dans les styles de gestion, le facteur « qualité » surperforme à nouveau pour la première fois depuis avant Covid et cela devrait continuer. La qualité a un prix. Les sociétés de qualité supérieure se négocient régulièrement à une valorisation élevée et il n'est pas surprenant par exemple qu'une action comme Novo Nordisk, parmi les plus « qualitatives » d'Europe, soit valorisée à des multiples de bénéfices 30 fois supérieurs à la moyenne du marché. Pour trouver de nouvelles idées, il faut rechercher des valeurs de qualité qui se négocient à une valorisation raisonnable, une forte croissance des bénéfices et un sentiment positif de la part des investisseurs. Ces valeurs seront protégées par rapport à un cycle économique qui se retourne en Europe. La demande s'affaiblit et les marges sont menacées. Les rendements élevés exercent une pression sur les bilans fragiles. En 2024, les investisseurs récompenseront la résilience face à ces facteurs. L'achat d'actions européennes restera toutefois risqué jusqu'à ce que nous soyons plus proches d'une nouvelle reprise du cycle économique, d'où la nécessaire sélectivité.

Les prix des actions et des obligations américaines ont fortement progressé en raison d'un fort ralentissement des embauches. Cela renforce les attentes des investisseurs selon lesquelles les taux d'intérêt pourraient avoir atteint un sommet. Les employeurs américains ont créé 150 000 emplois en octobre, soit moins que prévu et à peine la moitié du chiffre révisé de 297 000 de septembre. Les économistes s'attendaient à un total de 180 000 nouveaux postes pour octobre. Ces chiffres ont alimenté la hausse des bons du Trésor américain. Les investisseurs pensent que le ralentissement du marché du travail va faire que la Réserve fédérale américaine ne relèvera pas davantage ses taux dans les mois à venir. Le marché obligataire s'était aussi renforcé à la suite des commentaires du chef de la Fed, selon lesquels la banque centrale « procéderait avec prudence » dans les futures hausses de taux. Certains investisseurs ont interprété ces remarques comme le signe que la hausse des coûts d'emprunt a déjà suffisamment ralenti l'économie américaine. Les États-Unis sont manifestement sur la bonne voie pour un atterrissage économique en douceur, la banque centrale cherchant à ramener l'inflation à son objectif de 2%. Cette dernière, qui a dépassé 9% à son sommet de 2022, s'élève désormais à 3,7%. Nous sommes donc dans une tendance désinflationniste, l'économie se refroidit, donc la hausse des taux n'est plus nécessaire. Les investisseurs anticipent désormais une baisse des taux d'intérêt américains en juin 2024, alors qu'ils s'attendaient auparavant à une baisse en juillet. Il pourrait aussi ne plus avoir de nouvelle hausse de taux cette année. Le rendement des bons du Trésor américain à deux ans, qui évolue à l'inverse du prix et suit les attentes en matière de taux, est tombé à son plus bas niveau depuis deux mois, à 4,87%. Thomas Barkin, président de la Fed de Richmond, a toutefois déclaré qu'il n'était pas encore certain que les taux d'intérêt aient atteint un sommet, le moment d'éventuelles réductions de taux était "encore loin dans son esprit". Joe Biden a donné aussi une réponse optimiste aux chiffres de l'emploi, soulignant que le chômage était resté inférieur à 4% pendant 21 mois consécutifs, la plus longue période depuis plus de 50 ans. Selon les données du Bureau of Labor Statistics, le taux de chômage aux États-Unis a atteint 3,9% en octobre, contre 3,8% en septembre. La grève des travailleurs de l'automobile a probablement réduit d'environ 30 000 le chiffre global des nouveaux emplois d'octobre mais les données sous-jacentes indiquent que les embauches ont ralenti. Le chiffre du mois d'août

**Retour vers
des entreprises
de qualité.**

**Moins de
création
d'emplois
signifie arrêt de
la hausse des
taux.**

concernant les nouvelles créations d'emplois a également été révisé à la baisse de 62 000, à 165 000. Le secteur américain des services a également progressé plus lentement que prévu le mois dernier. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans, qui évolue conformément aux attentes de croissance, est tombé à son plus bas niveau depuis fin septembre à 4,52%.

Baisse des ventes au détail et de l'inflation en Europe

Les ventes au détail dans la zone euro ont chuté en septembre pour le troisième mois consécutif, les consommateurs continuant de freiner leurs dépenses en réaction à la hausse des taux d'intérêt, à une inflation élevée et à une faible croissance économique. La baisse de 0,3% est légèrement supérieure aux 0,2% prévus par les économistes. La baisse d'une année sur l'autre des ventes de biens au détail est de 2,9%. Une enquête de la Banque centrale européenne publiée mercredi a montré que la perception des consommateurs quant à la croissance des dépenses nominales a diminué pour le deuxième mois consécutif en septembre. Toutefois, leurs attentes en matière d'inflation pour l'année à venir se situent à 4%, contre 3,5% un mois plus tôt. L'inflation de la zone euro est tombée à 2,9% en octobre, son plus bas niveau depuis plus de deux ans, renforçant les attentes selon lesquelles la BCE n'augmentera pas davantage ses taux d'intérêt. Ce chiffre est à comparer aux 4,3% de septembre et représente la croissance annuelle des prix à la consommation la plus lente depuis juillet 2021. Cela confirme la faiblesse de la croissance au troisième trimestre, la baisse des prix de l'énergie et aussi celle de l'inflation alimentaire. Le taux de 2,9% d'octobre a également été inférieur aux attentes des économistes de 3,1%. Les trois grandes banques centrales se rendent compte que la première partie du travail est terminée sur l'inflation et qu'elles vont s'orienter vers une situation de maintien des taux élevés plus longtemps, même si personne ne sait vraiment pour combien de temps.

En conclusion, il peut paraître paradoxal que les marchés reprennent de la vigueur à un moment où les données économiques européennes sont mitigées, de même que les résultats des entreprises. Notre optimisme tout relatif tient au sentiment que la hausse des taux est derrière nous. Dans un contexte où la valorisation des marchés est assez attractive, cette accalmie doit désormais soutenir les marchés. Nous allons donc reprendre un peu de risques en allant dans plusieurs directions : des fonds obligataires datés, des fonds à dominantes actions orientées sur l'Inde et sur la croissance américaine. Nous maintenons aussi une position au sein des pays émergents, surtout en Chine. Là, les valorisations sont très faibles et le prochain congrès du parti communiste chinois devrait apporter quelques améliorations économiques significatives.

Avertissements.

Cette publication n'est pas destinée aux clients particuliers ou individus privés mais est destinée exclusivement à des Clients Professionnels ou des Contreparties Eligibles au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II. Elle a été préparée par HPC SA, un prestataire de service d'investissement autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR) sous le numéro 11478 et régulée par l'Autorité des Marchés (AMF). Elle a une vocation d'information générale et ne tient pas compte de la situation ou des objectifs financiers de ses lecteurs. Elle ne constitue pas, directement ou indirectement, une offre ou une sollicitation pour la souscription, l'achat ou la vente d'instruments financiers, ni pour tout autre type de transaction. Aussi, les informations qui y sont contenues ne devraient pas être considérées comme un conseil, une recommandation ni une recherche au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II et de ses règlements délégués. Il s'agit d'une communication à caractère promotionnel d'information économique, financière et de marché. Les informations contenues dans cette publication ont été obtenues à partir de sources réputées fiables, mais ces informations n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de HPC. En conséquence, HPC ne garantit pas leur exactitude, exhaustivité ou fiabilité, et décline dès lors toute responsabilité y afférente. Les opinions, estimations et projections exprimées dans cette publication sont celles de ses différents contributeurs à la date de diffusion de cette communication. Elles ne reflètent pas nécessairement les opinions d'HPC et peuvent être modifiées sans avis préalable. HPC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour, modifier ou amender le contenu de cette communication ou d'informer son destinataire dans le cas où des opinions, estimations et projections émises venaient à changer ou devenaient inexactes. Toute perte financière ou autres conséquences découlant de l'utilisation des informations contenues dans cette publication relève de la responsabilité unique et exclusive de l'investisseur et HPC décline toute responsabilité en relation avec une telle perte ou autres conséquences. Les prix et la disponibilité des instruments financiers peuvent changer sans préavis.

Recul annuel des ventes au détail de 2,9% en Europe.

Achat très sélectif