

Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 27 janvier 2025

"PETITES OU GRANDES CAPI ? L'HEURE EST AU COMPROMIS"

- Durant la pandémie, les grandes entreprises se sont endettées à moindre coût et à long terme
- Grâce à cela, elles semblent immunisées contre la hausse des taux
- Ce n'est pas le cas des petites entreprises, dont les bénéfices s'effondrent
- Dans l'intervalle, les "mid caps" pourraient profiter de la politique économique de D. Trump

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le mécanisme de transmission de la Fed est-il cassé ?"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Traditionnellement, la hausse des taux directeurs engendre une flambée des charges d'intérêt qui, à son tour, provoque une augmentation du nombre de défauts de paiement. Lors des dernières années, il semble qu'il en ait été autrement. Le nombre de défauts a bel et bien atteint des sommets en 2024, mais les charges d'intérêt ne semblent pas avoir servi de courroie de transmission.

Ceci est particulièrement visible aux États-Unis, où les données sont suffisamment nombreuses et de qualité pour permettre de documenter le phénomène, mais c'est également vrai en Europe. Entre 2022 et 2023, la Réserve fédérale a augmenté le loyer de l'argent à un rythme soutenu. Elle a ensuite maintenu



ses taux directeurs au niveau élevé de 5.50% jusqu'en septembre 2024, date du premier assouplissement. Malgré cela, les charges d'intérêt payées par les entreprises semblent ne pas avoir progressé (cf. Graphique de la semaine). Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est-il cassé ? Que s'est-il produit ? Pourtant, les dépôts de bilan des entreprises atteignent des records (cf. Fig. 2), notamment dans les secteurs de la consommation, de l'industrie et de la santé (cf. Fig. 3). Comment est-ce possible ?

Fig. 2 – Charges d'intérêt et faillites d'entreprises

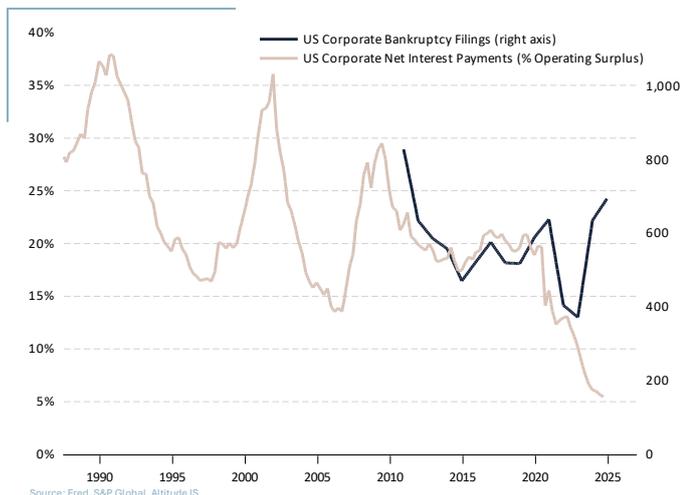
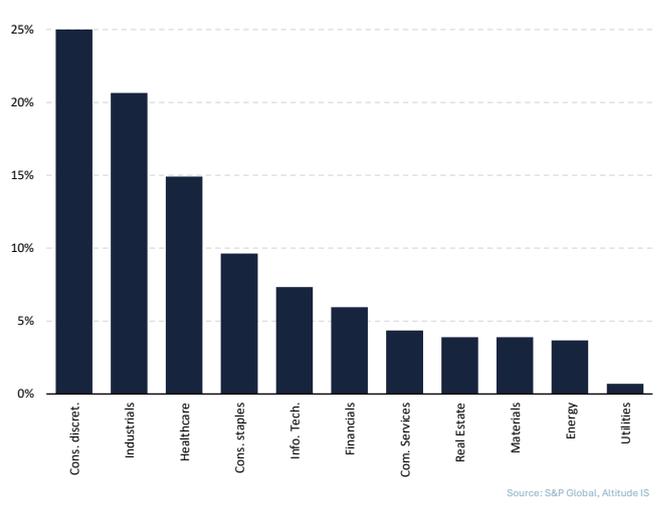


Fig. 3 – Faillites d'entreprises, par secteur, en 2024



L'une des particularités de ce cycle est que les grandes entreprises ont pu constituer d'importantes réserves de trésorerie pendant la période de la pandémie. A cette époque, non seulement les Etats leur ont accordé des facilités de fonctionnement et des allègements de charges, mais les banques centrales leur ont permis de se financer à des taux proches de zéro. Entre 2020 et 2021, les entreprises qui le pouvaient ont profité de l'opportunité pour refinancer une grande partie de leurs dettes, à taux fixe, dans des conditions plus avantageuses et à plus long terme qu'elles ne le font habituellement. Cette stratégie leur a permis de verrouiller leurs coûts de financement. **Depuis, elles semblent immunisées, comme insensibles au caractère récessif du relèvement précipité des taux d'intérêt.** Le durcissement de politique monétaire ne les atteindra pas tant qu'elles n'auront pas à renouveler leurs dettes. Cela pourrait durer encore plusieurs années car une part non négligeable des volumineux emprunts à taux fixe contractés entre 2020 et 2021 subsiste au bilan des grandes entreprises, sous forme de dépôts.

Comble d'ironie ces dépôts sont à taux variable. Les entreprises parviennent ainsi à profiter de la situation pour générer des profits, en plaçant leurs réserves de trésorerie à un taux d'intérêt nettement plus élevé que celui auquel elles avaient emprunté à l'époque. Elles sont ainsi bénéficiaires nettes de la hausse des taux, qu'elles utilisent pour faire croître leurs marges et différer la récession. Quel paradoxe ! Les taux d'intérêt ne fonctionnent pas comme ils le devraient, rendant inefficace la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle.

Si les charges d'intérêt demeurent faibles, pourquoi le nombre d'entreprises ayant fait faillite en 2024 a-t-il été si élevé ? La subtilité réside dans le fait que toutes les sociétés n'ont pas été en mesure de profiter de l'environnement de taux bas. Contrairement aux grandes entreprises, qui ont un accès facile à l'emprunt en recourant directement aux marchés obligataires, les petites entreprises dépendent essentiellement des crédits bancaires, qui sont majoritairement à taux variable. Avec la hausse rapide des taux d'intérêt, leurs coûts d'emprunt ont instantanément augmenté, aggravant leur vulnérabilité financière. Cette pression a



également été amplifiée par la politique de restriction des crédits menée par les banques. **Si le nombre de faillites est en hausse, c'est donc essentiellement à cause des petites entreprises.**

Lors de ce cycle, la divergence entre la dynamique bénéficiaire des grandes et des petites entreprises a été exacerbée (cf. Fig. 4). Au-delà de leur stratégie de financement à moindre coût, les "large caps" bénéficient structurellement de leur diversification géographique et de leur implication dans la révolution de l'intelligence artificielle. Elles gagnent des parts de marché et assoient ainsi leur statut de leaders dans leur secteur. Cette position leur permet de répercuter relativement facilement la hausse des coûts sur les consommateurs, sans compromettre leurs marges. À l'opposé, les petites entreprises sont souvent concentrées sur leur marché domestique et opèrent dans un environnement très concurrentiel. Elles ne disposent ni d'économies d'échelle ni du pouvoir de fixation des prix. Les marges, déjà limitées, sont désormais comprimées par le niveau élevé des coûts d'emprunt.

Fig. 4 – Bénéfices des entreprises américaines

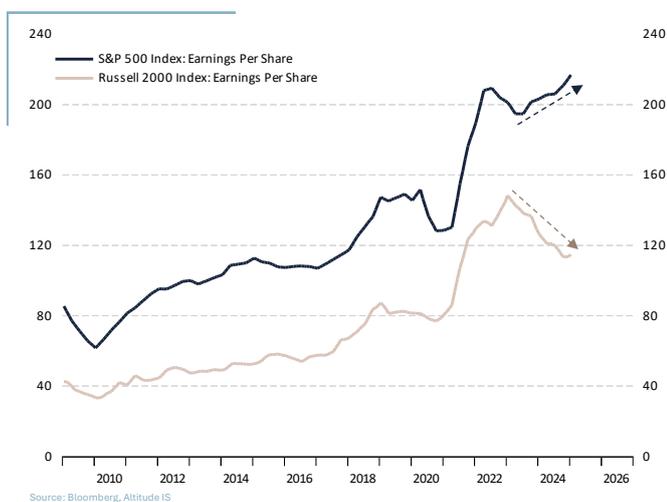


Fig. 5 – Valorisation des entreprises américaines



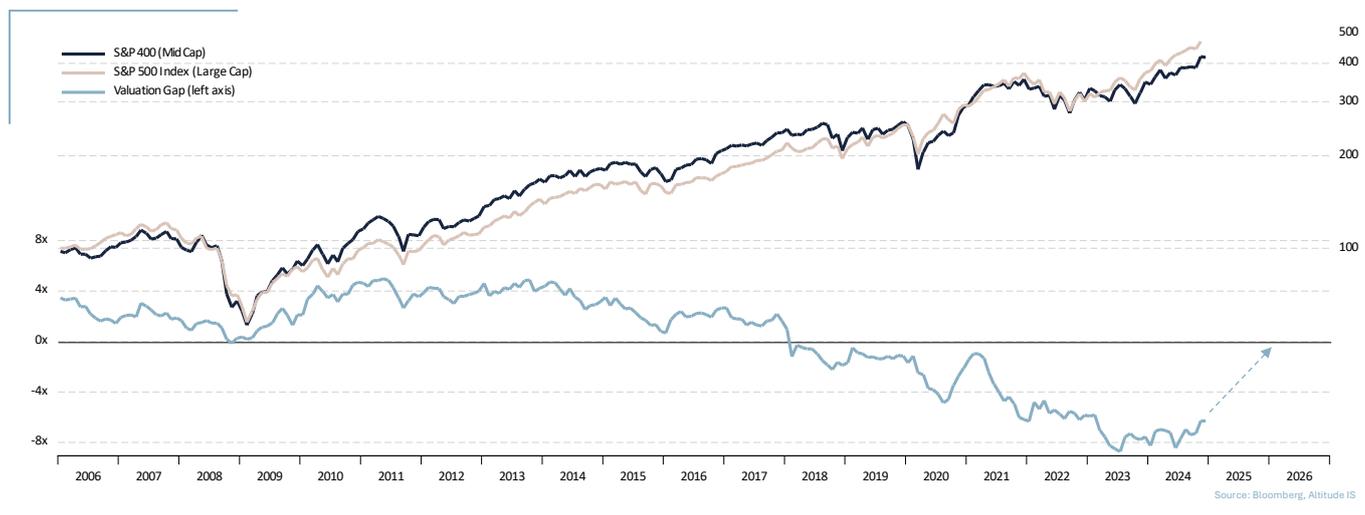
Sur les marchés boursiers, cette polarisation entre grandes et petites entreprises se reflète dans la performance des unes par rapport aux autres. Les "large caps", paradoxalement perçues comme des valeurs de croissance, continuent d'attirer les capitaux. À l'inverse, les "small caps", jugées plus risquées et moins résilientes, sont délaissées. En 2025, elles **pourraient continuer de sous-performer, d'autant qu'elles demeurent chèrement valorisées** (cf. Fig. 5). Si la Fed devait maintenir des taux directeurs "higher for longer" pour contenir l'inflation, alors les petites entreprises continueraient de subir une pression croissante sur leurs coûts de financement et, in fine, sur leurs marges. Les grandes entreprises, en revanche, continueraient de bénéficier des faibles coûts de financement négociés entre 2020 et 2021 et de leur capacité à naviguer dans un environnement inflationniste. Leur résilience économique et leur attractivité pour les investisseurs les maintiendraient dans une position favorable. Pour que cette tendance s'inverse, il faudrait au préalable que l'objectif de désinflation de la Fed soit atteint et que la banque centrale américaine amorce une baisse progressive de ses taux directeurs. C'est à ce moment-là seulement, en sortie de crise économique, que les petites entreprises commenceront à profiter d'un allègement des coûts d'emprunt et de l'accélération de la dynamique économique, de manière à faire croître leurs bénéfices. **Il est encore trop tôt.**

Dans l'intervalle, les sociétés de taille intermédiaire, les "mid caps", pourraient parvenir à tirer leur épingle du jeu. Moins chères que les grandes capitalisations (cf. Fig. 6) mais mieux équipées que les petites, elles devraient également pleinement profiter de la nouvelle politique économique envisagée



par Donald Trump. Parmi les mesures phares, ses intentions de favoriser la relocalisation des activités industrielles sur le sol américain, d'abaisser l'impôt sur les sociétés créatrices d'emplois domestiques et de renforcer les barrières commerciales pour les importations, s'inscrivent directement dans l'intérêt des "mid caps". Ce cadre politique d'incitations fiscales et de mesures protectionnistes devrait leur permettre de consolider leur position concurrentielle dans des secteurs stratégiques comme la fabrication, les matériaux et l'énergie.

Fig. 6 – Performance et valorisation des "mid caps" aux États-Unis



Contrairement aux "small caps", qui peinent souvent à répondre à une forte augmentation de la demande en raison de capacités de production limitées, les "mid caps" peuvent rapidement adapter leurs chaînes d'approvisionnement pour répondre à ces opportunités. Parmi les sociétés de taille moyenne, se trouvent Interactive brokers (IBKR), TKO (TKO), Emcor (EME), Pure storage (PSTG), Comfort systems (FIX), Equitable holdings (EQH), Chewy (CHWY), Sprouts farmers market (SFM), Curtiss-wright (CW), Unum (UNM), Mastec (MTZ), Maplebear (CART), Stifel (SF), DT midstream (DTM), Macom (MTSI), Aaon (AAON), ou Carpenter technology (CRS).

Conclusion :

Parce qu'il fait suite à une période de financement "gratuit", ce cycle atypique donne un avantage conséquent aux grandes capitalisations boursières. Les investisseurs qui cherchent à diversifier leurs positions hors de ces "mega caps" ne s'intéresseront pas aux "small caps" dont les fondamentaux sont fragiles, mais plutôt aux "mid caps" qui, en plus d'être bon marché, profiteront davantage de la politique MAGA que devrait mener Donald Trump.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	872.9	66.94	2.1%	2.0%	3.8%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6101	61.86	1.8%	1.1%	3.8%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	44 424	64.37	2.2%	2.7%	4.5%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 954	57.75	1.7%	-0.4%	3.3%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	527.5	73.75	1.3%	6.7%	5.9%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 469	64.36	0.0%	4.6%	4.1%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 267	72.66	2.5%	7.0%	5.9%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	39 566	58.63	3.9%	2.4%	0.1%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 090	58.21	1.9%	0.6%	1.5%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	122 447	50.45	0.1%	1.4%	1.8%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	51 357	63.45	2.8%	4.2%	3.8%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	75 407	38.11	-0.6%	-2.8%	-2.4%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 817	48.45	0.7%	-3.6%	-2.4%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	131.2	67.07	3.6%	2.5%	5.1%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	435.3	63.20	1.7%	-0.1%	3.2%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	273.0	53.60	1.5%	-0.8%	0.1%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	252.6	56.20	-2.1%	6.6%	5.2%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	188.6	70.98	2.0%	4.1%	4.9%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	365.0	66.63	3.3%	3.8%	4.6%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	399.2	74.07	3.2%	5.2%	6.0%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	788.5	56.90	2.0%	-0.6%	2.5%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	322.3	66.61	1.7%	4.4%	5.3%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	965	54.77	1.0%	0.8%	1.4%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	165.2	57.34	0.6%	2.4%	2.8%	12.9%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.74%	57.04	0.9%	0.5%	0.5%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.49%	51.46	0.1%	0.2%	0.1%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.90%	40.98	-0.1%	-1.1%	-1.0%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.44%	35.31	-0.3%	-1.5%	-1.4%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.60%	53.76	0.2%	0.2%	-0.1%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.60%	37.71	-0.6%	-1.3%	-1.1%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.03%	30.20	-0.2%	-1.1%	-0.9%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	7.01%	58.03	0.5%	0.8%	0.7%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.35%	52.83	0.3%	0.4%	0.2%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.34%	45.98	-0.2%	-0.2%	-0.4%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.61%	60.41	0.3%	0.6%	0.5%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.23%	69.44	0.3%	1.3%	1.2%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.77%	64.06	0.2%	0.2%	0.1%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.43%	64.46	0.5%	1.1%	1.1%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	454.4	64.86	1.2%	1.9%	3.2%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	618.7	60.72	0.8%	1.6%	3.4%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	240.3	76.48	1.8%	3.2%	3.3%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	245.8	49.67	1.0%	-1.5%	2.1%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	225.3	55.97	1.1%	0.1%	-0.6%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 611	78.32	n.a.	-0.4%	n.a.	11.1%	7.8%
Macro	1 339	62.76	n.a.	-0.4%	n.a.	7.1%	1.6%
Equity Long Only	2 222	68.62	n.a.	-0.6%	n.a.	12.5%	15.9%
Equity Long/Short	1 677	76.09	n.a.	-0.7%	n.a.	14.0%	7.7%
Event Driven	1 723	72.40	n.a.	-1.3%	n.a.	8.5%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 651	95.49	n.a.	0.6%	n.a.	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 668	86.39	n.a.	0.4%	n.a.	10.0%	7.8%
Credit	1 597	95.55	n.a.	0.1%	n.a.	8.6%	8.1%
Credit Long/Short	1 626	100.00	n.a.	0.4%	n.a.	9.9%	11.2%
Commodity	1 703	70.39	n.a.	-1.7%	n.a.	9.1%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 338	52.54	n.a.	-0.4%	n.a.	7.6%	-3.6%
Volatility							
VIX	19.23	43.15	-7.0%	4.1%	-14.4%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	17.38	41.85	-5.5%	-13.6%	-12.6%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	540.5	n.a.	0.2%	0.2%	0.7%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 759	n.a.	1.9%	5.2%	5.1%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	30.23	n.a.	-1.0%	2.9%	4.6%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	74.96	n.a.	-3.7%	5.9%	4.5%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	78.81	n.a.	-4.1%	7.6%	6.3%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	107.63	43.73	-1.6%	-0.3%	-0.8%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0475	58.15	0.6%	0.5%	1.2%	-6.2%	3.1%
JPY	155.20	55.48	0.3%	1.7%	1.3%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2450	52.60	1.0%	-1.0%	-0.5%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6284	53.13	0.1%	1.1%	1.6%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4389	45.73	-0.5%	0.2%	0.0%	-7.9%	2.3%
CHF	0.9037	51.84	0.3%	-0.2%	0.4%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2649	58.28	0.1%	0.4%	0.5%	-2.7%	-2.8%
MXN	20.433	50.93	0.3%	-0.5%	1.9%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 748.5	69.98	1.2%	0.9%	1.2%	-0.7%	4.8%
XBT	98 872	n.a.	-5.0%	4.7%	5.5%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

