



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. L'inflation américaine stagne à un niveau élevé et l'emploi résiste. Le cycle de baisse des taux de la FED est-il remis en cause ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

2. Aux États-Unis, le cycle haussier des actions se poursuit. Quelles conditions doivent être réunies pour que cette tendance se poursuive ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

3. La croissance européenne décroche face aux économies américaine et chinoise. Il faut sauver le soldat Europe : un plan de relance européen est-il possible ? A-t-on passé le plus dur sur les marchés actions européens ?

Par Edouard Poulle – Gérant actions

1. L'INFLATION AMÉRICAINE STAGNE À UN NIVEAU ÉLEVÉ ET L'EMPLOI RÉSISTE.

L'inflation PCE américaine pour le mois d'octobre est ressortie à +2,3% sur 1 an, quand sa composante hors alimentation et énergie affichait +2,8%. Bien que le mouvement de désinflation soit net sur les douze derniers mois, la stagnation récente interpelle. Cette dernière s'explique majoritairement par le rebond de l'inflation dans les services observé depuis l'été dernier (cf. schéma 1). La bonne tenue du marché de l'emploi entraînant une pression à la hausse sur les salaires permet d'expliquer ce phénomène.

Cette situation inquiète d'autant plus les investisseurs qu'elle intervient avant même la mise en place des politiques potentiellement inflationnistes de la nouvelle administration Trump.

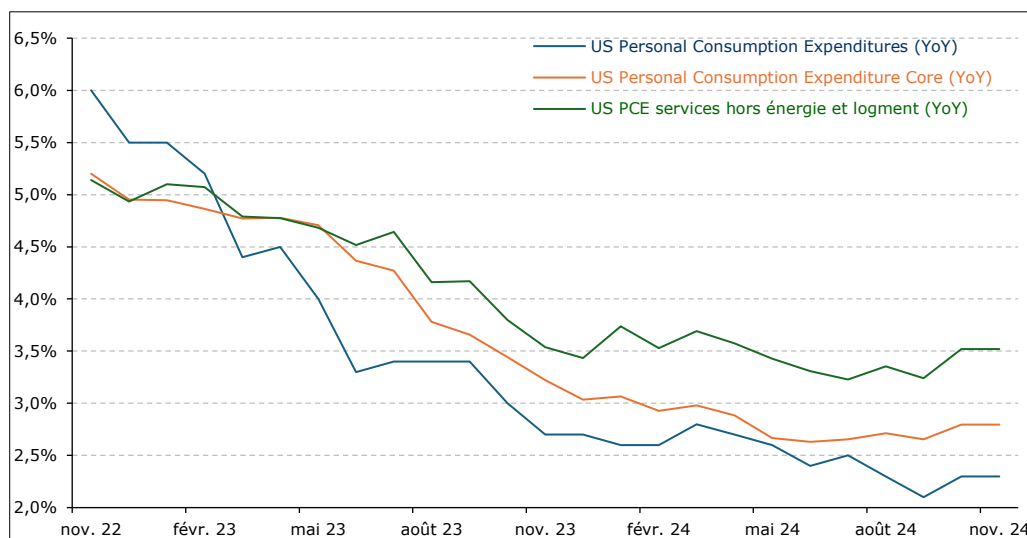


Schéma 1 : Évolution de l'inflation américaine (PCE) depuis deux ans
(données arrêtées au 30/11/24).
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Le cycle de baisse des taux de la FED est-il remis en cause ?

Si l'on en croit les dernières déclarations des membres de la FED, les mouvements récents de l'inflation sont davantage des « soubresauts » qu'un changement de tendance durable, et ne remettent pas en cause le scénario de retour à la normale des prix.

De plus, J. Powell et ses collègues ont été clair sur le fait qu'ils ne voulaient pas que le marché du travail se dégrade davantage, de peur que le taux de chômage augmente sensiblement et mette à mal leur objectif de plein emploi.

Dans ces conditions, il est fort probable que la volonté de l'institution soit de positionner ses taux directeurs à un niveau neutre dans les prochains mois. L'objectif devrait se situer entre 3,5% et 4%, ce qui représente entre 2 et 4 baisses de -25 pb à répartir sur le premier semestre 2025. En effet, bien que la FED considère sa politique monétaire actuelle comme restrictive, elle a insisté sur le fait que rien ne la poussait à se précipiter dans son mouvement de normalisation.

Ainsi nous anticipons une baisse de taux de -25 pb lors de la prochaine réunion, couplée à un relèvement des anticipations de taux pour l'année prochaine et les années suivantes afin de refléter cette nouvelle situation de croissance élevée et d'inflation lente à se résorber.

Pour 2025, le défi de l'inflation ainsi que les incertitudes entourant les politiques du nouveau président D. Trump, dont les premiers effets devraient se faire ressentir à partir du 2^{ème} semestre, conduiront la FED à agir avec prudence.

2. AUX ÉTATS-UNIS, LE CYCLE HAUSSIER DES ACTIONS SE POURSUIT.

Depuis le début de l'année, l'indice boursier américain S&P 500 affiche une progression impressionnante de +28,1% (performance à fin novembre). Cette hausse dépasse les prévisions les plus optimistes établies en début d'année et classe 2024 parmi les meilleures années du 21^{ème} siècle. Comme le montre le schéma 2, la hausse du S&P 500 depuis le début de l'année peut être attribuée pour moitié à des facteurs fondamentaux (dividendes + progression des anticipations de bénéfices), et pour moitié à une expansion des valorisations.

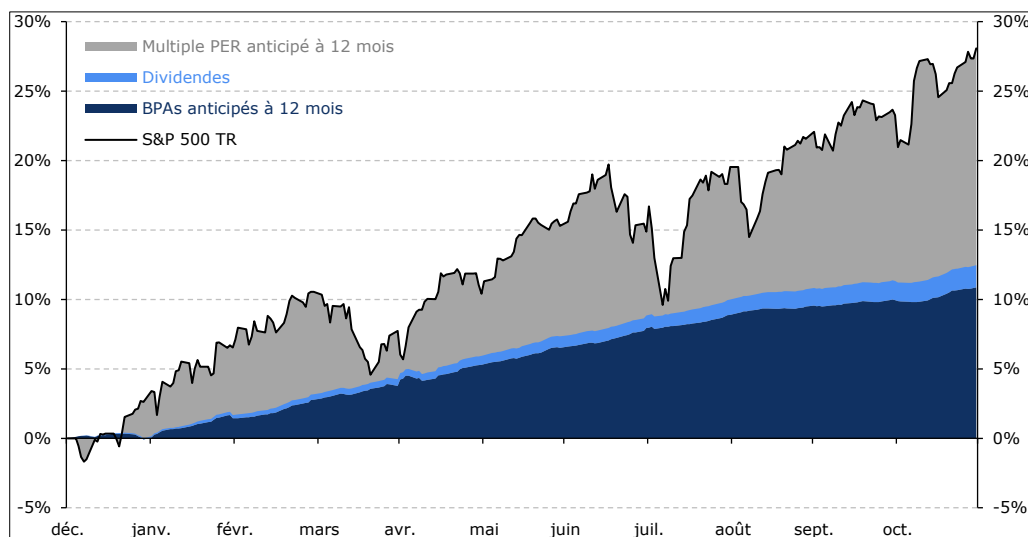


Schéma 2 : Décomposition de la performance du S&P 500 depuis le début de l'année (données arrêtées au 29/11/24).
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Quelles conditions doivent être réunies pour que cette tendance se poursuive ?

D'un point de vue fondamental, les fortes révisions haussières des anticipations de la croissance américaine cette année et leur impact sur les prévisions de bénéfices des entreprises constituent le principal facteur justifiant cette hausse. Une poursuite des surprises positives sur l'économie américaine constitue ainsi le premier prérequis à la pérennisation de la hausse des indices actions.

De surcroît, les marges des entreprises devront à minima se maintenir afin que ce surplus de croissance économique se traduise par un surplus de croissance bénéficiaire. Or ces dernières évoluent déjà sur une base très élevée historiquement et ont eu tendance à reculer au cours des périodes de désinflation.

L'expansion des valorisations s'explique quant à elle principalement par l'optimisme sur l'émergence de l'IA et son impact potentiel sur la productivité future. Mais ce sentiment a été soutenu par de nombreux autres facteurs, tels que les perspectives de baisses de taux (impact haussier sur la valorisation des flux futurs) ou encore les flux massifs de capitaux internationaux.

Toutefois, à l'instar des marges bénéficiaires, les valorisations évoluent actuellement sur des niveaux très élevés. Sans une matérialisation rapide des gains de productivité liés à l'IA, une poursuite de leur progression paraîtrait relever du comportement de bulle et commencerait à faire peser un risque de correction.

En conclusion, pour que la situation actuelle perdure, il apparaît nécessaire que la croissance se maintienne et que l'inflation baisse lentement et de manière contrôlée. Cela permettrait aux entreprises de maintenir leurs marges sans remettre en question la trajectoire actuelle de baisse des taux d'intérêts. Un tel environnement économique permettrait un maintien de l'optimisme aux États-Unis et une poursuite des entrées de capitaux internationaux.

3. LA CROISSANCE EUROPÉENNE DÉCROCHE FACE AUX ÉCONOMIES AMÉRICAINE ET CHINOISE.

Le 9 septembre dernier, l'ex-président de la BCE, sur demande d'Ursula von der Leyen, a présenté sa vision d'un plan de relance européen commun. À l'aide de €800 milliards, soit plus que le plan Marshall à l'issue de la seconde guerre mondiale, Mario Draghi souhaite relancer l'investissement en Europe. Son constat est sans appel, l'Europe subit un décrochage économique par rapport aux deux grandes puissances mondiales que sont les États-Unis et la Chine, et devient de plus en plus dépendante notamment sur les approvisionnements technologiques stratégiques et de certaines matières premières.

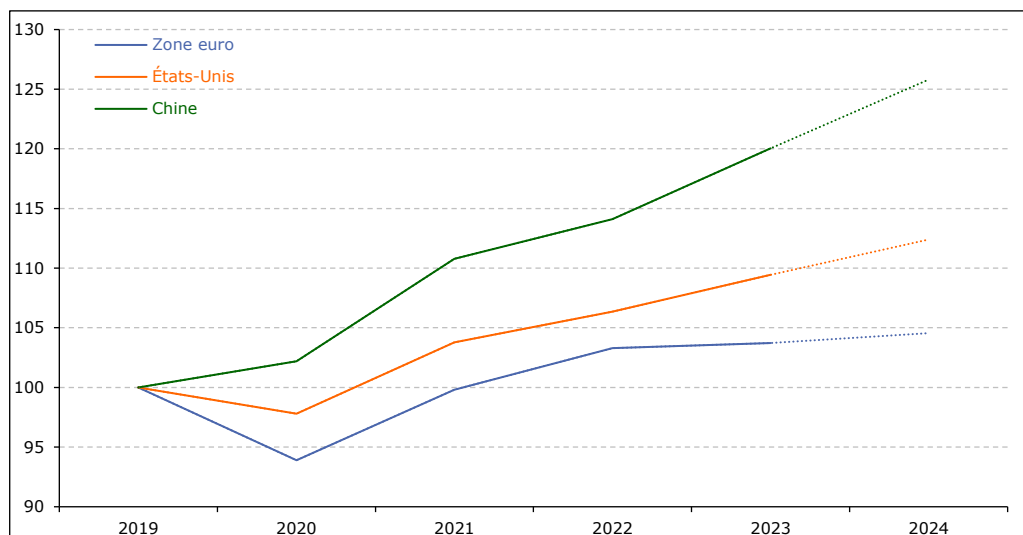


Schéma 3 : Croissances réelles du PIB de la zone euro, des États-Unis et de la Chine depuis fin 2019 (prévision 2024 en pointillés).

(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Il faut sauver le soldat Europe : un plan de relance européen est-il possible ?

Force est de constater qu'un plan de cette ampleur n'a été observé qu'une seule fois en Europe. Il a été rendu possible par la crise du Covid et a vu les pays européens s'allier afin de lever de la dette pour faire face à une crise sans précédent, aux grands maux les grands remèdes.

Draghi avance plusieurs pistes dans son rapport, tout d'abord une simplification bureaucratique, qui semble indispensable au vieux continent, ainsi que des investissements ciblés sur des secteurs clés, les énergies et technologies propres, la recherche, l'automobile ainsi que l'armement en relançant l'éternel débat de la défense européenne.

Alors que lors de la pandémie tous les pays d'Europe étaient confrontés aux mêmes problématiques, il y a fort à parier que face aux menaces internationales un consensus soit beaucoup plus difficile à trouver cette fois-ci. Les idéologies politiques sont en effet très opposées entre les pays dits « frugaux », qui excluront probablement un tel plan de relance, et l'Europe du Sud, dont les marges de manœuvre budgétaires sont beaucoup plus limitées.

A-t-on passé le plus dur sur les marchés actions européens ?

Cela dépendra des propositions de la commission européenne sur de potentielles plans d'investissements communs. Néanmoins, il nous semble important de rappeler que le pire ennemi des marchés financiers reste et restera l'incertitude. Il est donc impossible d'affirmer que le plus bas est passé sur les valorisations européennes.