



**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 Américains font le choix d'une politique protectionniste. Quels impacts la politique de Trump pourrait-elle avoir sur les entreprises européennes ?

*Par Edouard Poulle – Gérant actions*

2. L'arrivée de D. Trump au pouvoir pourrait conduire à la fin des conflits Russie/Ukraine et au Moyen-Orient en 2025. Quelles seraient les conséquences pour l'économie européenne ?

*Par Matthieu Massie – Analyste obligataire*

3. La BCE revoit à la baisse son anticipation de croissance réelle pour 2025 à +1,1%. Cette anticipation est-elle réaliste ?

*Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion*

4. Depuis le mois de septembre, la FED a baissé ses taux de -1,0% et dans le même temps le taux à 10 ans a progressé de plus de 0,8%. Ce mouvement est-il dû à une réévaluation à la hausse de la croissance potentielle, ou à des craintes quant à une inflation durablement plus élevée ?

*Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion*

5. Certaines primes de risque sont en train de se reconstituer sur les taux (terme, risque budgétaire...) alors qu'elles sont historiquement basses sur les autres classes d'actifs. Cette divergence peut-elle perdurer en 2025 ?

*Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié*

## 1. LES AMÉRICAINS FONT LE CHOIX D'UNE POLITIQUE PROTECTIONNISTE.

Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche suscite des inquiétudes parmi les entreprises européennes compte tenu des politiques commerciales de son administration précédente, et de ses promesses de campagne pour son nouveau mandat.

Quels impacts la politique de D. Trump pourrait-elle avoir sur les entreprises européennes ?

La promesse de Trump d'imposer des droits de douane pouvant atteindre 10% à 20% sur toutes les importations, avec un taux vertigineux de 60% sur les produits chinois, serait susceptible d'affecter directement les exportateurs européens. Ces tarifs douaniers augmenteraient le coût des biens et services européens importés aux États-Unis, ce qui pourrait avoir un impact négatif sur leur part de marché.

Dans la mesure où la nouvelle administration privilégiera les secteurs affichant de forts déficits commerciaux et/ou les secteurs stratégiques dans la course au progrès technologique, les marchés suivants pourraient être visés :

- L'industrie automobile : les fabricants automobiles allemands, connus pour leur présence significative aux États-Unis, pourraient être les plus touchés, ce qui conduirait à une réduction des volumes d'exportation ou à un encouragement à la production locale. La présence d'Elon Musk dans l'administration américaine renforce selon nous le risque de voir ce secteur visé par des mesures coercitives.
- Les secteurs du luxe et de la haute technologie : les entreprises présentes dans ces domaines, où la valeur de la marque et de l'innovation surpassent la sensibilité au prix, devraient mieux résister à la tempête. Elles ont la capacité de faire passer des hausses de prix, et ainsi conserver leurs marges. Néanmoins, à court terme, si ces secteurs étaient visés, leurs cours boursiers s'en trouveraient chahutés.

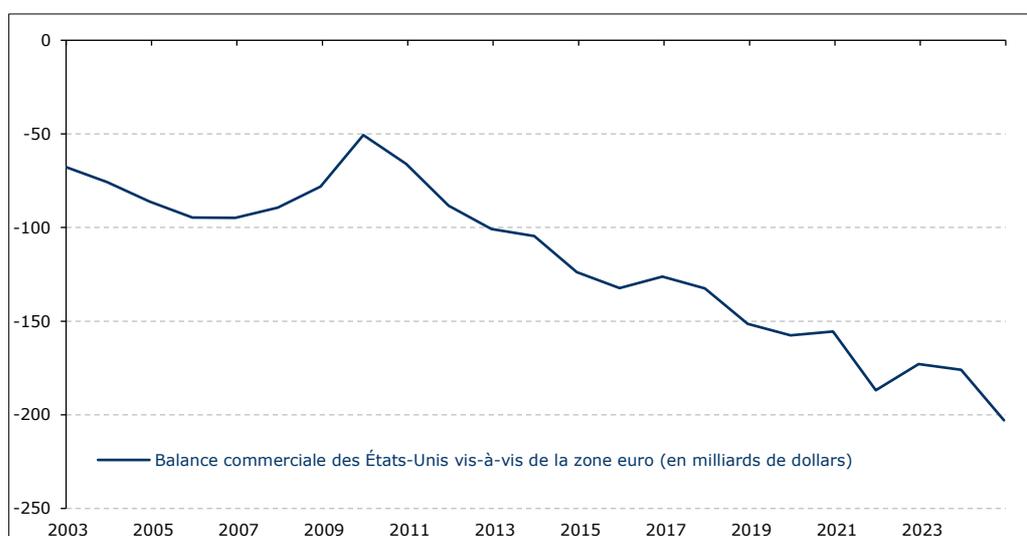


Schéma 1 : Évolution de la balance commerciale des États-Unis face à la zone euro depuis 2002. (données arrêtées au 31/12/24).  
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

D'autre part, la poursuite de la politique "America First" est en mesure d'inciter les entreprises européennes à déplacer leurs opérations aux États-Unis afin de contourner les nouveaux droits de douane ou de profiter des incitations fiscales. L'approche de l'administration Trump en matière de réductions d'impôts et de dérégulation est à même de rendre les États-Unis encore davantage attractifs pour le capital européen.

Cela pourrait encourager à nouveau un déplacement des investissements outre-Atlantique, où l'environnement des affaires est perçu comme plus favorable. Cette stratégie a ses mérites mais nécessite des investissements significatifs et ne sera pas réalisable par tous, surtout pour les petites entreprises ou celles opérant dans des marchés de niche.

En conclusion, si elles venaient à être mises en place, les politiques de D. Trump pourraient créer des défis importants pour les entreprises européennes, mais également offrir des opportunités pour celles qui sauront s'adapter rapidement et stratégiquement. La clé résidera dans la capacité des entreprises et des gouvernements européens à anticiper et à réagir efficacement à ces changements.

## 2. L'ARRIVÉE DE D. TRUMP AU POUVOIR POURRAIT CONDUIRE À LA FIN DES CONFLITS RUSSIE/UKRAINE ET AU MOYEN-ORIENT EN 2025.

Lors de son premier mandat (2017-2021), Donald Trump a privilégié le désengagement militaire et la diplomatie, marqué par le retrait des troupes d'Afghanistan et d'Irak ainsi que les accords d'Abraham en 2020, normalisant les relations entre Israël et plusieurs pays arabes. Depuis l'invasion de l'Ukraine et le conflit Israël-Hamas, il critique la gestion de Joe Biden et affirme que ces crises n'auraient pas eu lieu sous sa présidence. Concernant l'Ukraine, il prétend qu'il aurait dissuadé Poutine par la pression diplomatique. Il a enclenché depuis son arrivée au pouvoir une démarche de négociations en vue de mettre un terme à ces conflits.

### Quelles seraient les conséquences pour l'économie européenne ?

L'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022 avait entraîné une forte volatilité sur les marchés boursiers européens, provoquant une chute brutale des indices et un retrait des investisseurs face à l'incertitude géopolitique. Les actions des pays d'Europe ont été les plus touchées, avec des baisses atteignant -10,4 % pour l'Eurostoxx 50 en une semaine. Les marchés ont progressivement absorbé le choc, mais la confiance des investisseurs a mis du temps à se rétablir (cf. schéma 2), notamment en raison des perturbations économiques durables, comme la hausse des prix de l'énergie et la réorganisation des chaînes d'approvisionnement.

Le conflit entre Israël et le Hamas, déclenché le 7 octobre 2023 par une attaque terroriste du Hamas contre Israël, a eu un impact différent mais significatif sur les marchés financiers. Contrairement à l'invasion de l'Ukraine qui a directement affecté l'Europe, ce conflit a surtout pesé sur le marché du pétrole, les investisseurs craignant une extension des hostilités à l'ensemble du Moyen-Orient, une région clé pour l'approvisionnement énergétique mondial. Les cours du pétrole ont connu une hausse immédiate, renforçant l'incertitude économique et alimentant des pressions inflationnistes.



Schéma 2 : Évolution de la confiance des consommateurs européens (données arrêtées au 31/01/25).

(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

En supposant que des causes inverses produisent des effets inverses, la résolution des conflits par l'administration Trump en 2025 pourrait restaurer la confiance des agents économiques, un élément essentiel à la reprise économique. Une confiance accrue stimulerait la consommation et l'investissement. Toutefois, la prudence des ménages, marqués par des crises successives, pourrait limiter l'ampleur du rebond. De plus, la modalité de fin des combats : « retrait russe », « stabilisation du front » ou « défaite ukrainienne » n'enverrait pas le même signal quant à la pérennité de la résolution du conflit.

### 3. LA BCE REVOIT À LA BAISSÉ SON ANTICIPATION DE CROISSANCE RÉELLE POUR 2025 À +1,1%.

La prévision de croissance pour 2025 des institutions monétaires européennes a été revue à la baisse au cours du dernier trimestre 2024, passant de +1,3% en septembre à +1,1% en décembre. Cette révision reflète un affaiblissement de l'investissement et des exportations nettes à court terme.

Malgré cette révision baissière, le scénario de la BCE reste un rebond de la croissance par rapport à 2024 (+0,7% anticipée) et 2023 (+0,5%). Cette embellie serait rendue possible par une hausse de la consommation privée, soutenue par la progression des salaires réels, ainsi que par un rebond de l'investissement privé grâce à l'amélioration des conditions de financement.

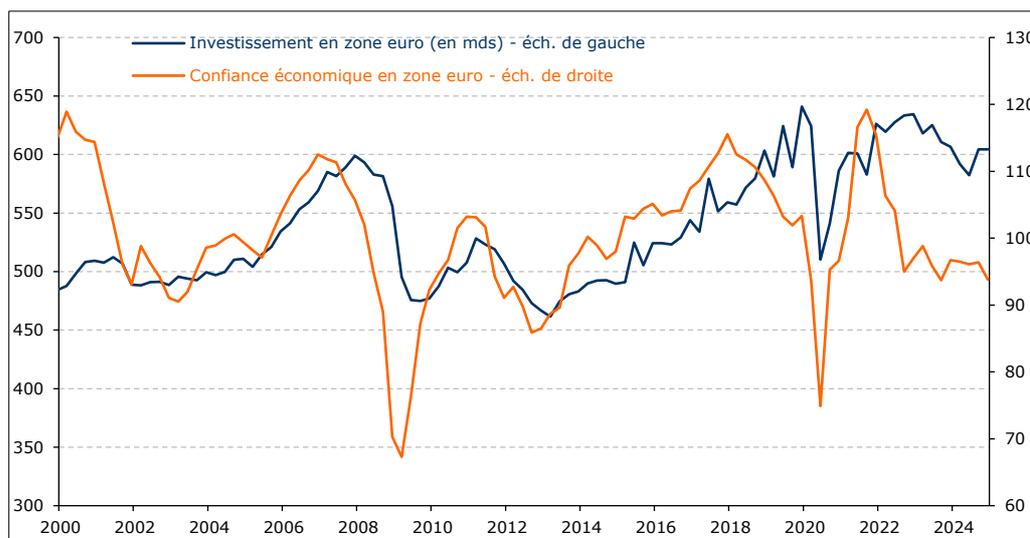


Schéma 3 : Évolution de la confiance économique et de l'investissement en zone euro depuis 2000 (données arrêtées au 31/12/24).  
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

#### Cette anticipation est-elle réaliste ?

Si la progression du pouvoir d'achat et la baisse des taux de financement sont d'ores et déjà une réalité, la traduction de ces phénomènes par une hausse de la consommation privée et de l'investissement reste à prouver. Dans ses projections pour 2025, la BCE table sur une progression de +1,3% de la première composante et de +1,2% pour la seconde.

Il est important de rappeler que les anticipations de la BCE pour la consommation privée et l'investissement pour l'année 2024 se sont avérées exagérément optimistes : fin 2023 la consommation privée était prévue en hausse de +1,4% et l'investissement à +0,4%, alors qu'aux dernières estimations ils devraient être respectivement de +0,9% et -1,7%.

Pour cette nouvelle année, les nombreuses incertitudes qui planent au-dessus des têtes des agents économiques européens (droits de douane aux États-Unis, conflits, situations politiques en France et en Allemagne...) devraient les conduire à la prudence (cf. schéma 3). Sans réelle amélioration de la confiance, les entreprises pourraient geler leurs investissements, et les particuliers pourraient maintenir un niveau d'épargne élevé.

En 2024, c'est l'investissement public qui a sauvé la croissance européenne (+2,3% attendu). Pourrons-nous revoir un tel phénomène ? Ce n'est pas certain.

De ce fait, les anticipations de croissance de la BCE pourraient s'avérer trop optimistes et nécessiter un ajustement à la baisse au cours du premier semestre. Cela d'autant plus que ces prévisions ont été réalisées à « politiques commerciales inchangées des principaux partenaires de l'Europe ».

#### 4. DEPUIS LE MOIS DE SEPTEMBRE, LA FED A BAISSÉ SES TAUX DE -1,0% ET DANS LE MÊME TEMPS LE TAUX À 10 ANS A PROGRESSÉ DE PLUS DE 0,8%.

Le 18 septembre dernier, la FED débutait son cycle de détente monétaire par une large baisse de -50 pnb, craignant une dégradation du marché du travail. Depuis, J. Powell et ses collègues ont procédé à deux baisses supplémentaires de -25 pnb chacune, portant la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à [4,25% - 4,50%].

Entre cette première baisse de taux et la fin du mois de janvier, les taux américains ont fortement augmenté (+58 pnb pour le taux à 2 ans et +77 pnb pour celui à 30 ans). Ce mouvement doit évidemment beaucoup à l'arrivée du nouveau locataire de la Maison Blanche et à son programme économique pro-croissance (baisse du taux d'imposition des entreprises, dérégulation du système bancaire...).

Ce mouvement est-il dû à une réévaluation à la hausse de la croissance potentielle, ou à des craintes quant à une inflation durablement plus élevée ?

Les espoirs d'une augmentation du potentiel de croissance de l'économie américaine à long terme, grâce aux gains de productivité générés par l'Intelligence Artificielle, hypothétiques à ce stade, ne peuvent expliquer qu'une faible partie de la hausse récente des taux.

En revanche, les révisions haussières des anticipations de croissance des analystes pour l'année 2025 (de +1,7% à +2,2% entre septembre et janvier) ont pesé sur les prévisions d'inflation. Ces dernières sont remontées pour l'année actuelle (de +2,3% à +2,6% entre septembre et janvier), mais aussi, fait plus inquiétant, sur des horizons plus lointains. Pour le long terme, elles s'établissent désormais au-dessus du niveau qui prévalait en 2022, au pic de la dernière poussée inflationniste (cf. schéma 4).

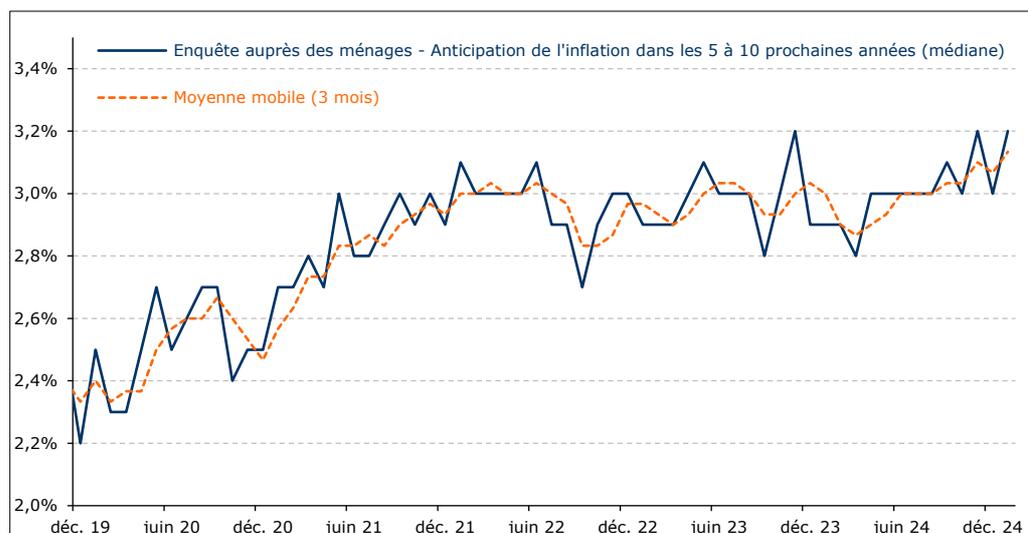


Schéma 4 : Évolution de l'anticipation par les ménages américains de l'inflation à 5-10 ans depuis 2020 (données arrêtées au 31/01/25).

(Sources : HOMA Capital ; Université du Michigan ; Bloomberg)

De surcroît, les prévisions d'une hausse des besoins de financement du gouvernement américain, afin de faire face à l'accroissement du déficit, ont pesé sur la partie longue de la courbe, les investisseurs réclamant désormais une compensation plus importante pour détenir des titres du Trésor de maturité longue.

Ce sont donc les conséquences de la politique économique du président Trump, accroissement du déficit et augmentation des anticipations d'inflation, qui ont poussé les taux à la hausse. Dans ce contexte, il nous semble plus que probable que la FED privilégiera la prudence et maintiendra ses taux proches du niveau actuel tant que l'inflation observée, et surtout celle anticipée, ne retrouveront pas des niveaux en phase avec ses objectifs (autour de 2%).

## 5. CERTAINES PRIMES DE RISQUE SONT EN TRAIN DE SE RECONSTITUER SUR LES TAUX (TERME, RISQUE BUDGETAIRE) ALORS QU'ELLES SONT HISTORIQUEMENT BASSES SUR LES AUTRES CLASSES D'ACTIFS.

Après une année 2023 déjà faste avec une hausse du S&P 500 de +26%, les marchés américains ont doublé la mise en 2024 avec une hausse de +25%. Dans le même temps, les bénéfices par actions des entreprises de l'indice n'ont eu progressé « que » de +20%, si bien que la prime de risque des actions américaines (différence entre le rendement bénéficiaire des actions et le taux d'emprunt de l'État à 10 ans) s'est drastiquement réduite et évolue aujourd'hui deux écarts-types en dessous de sa moyenne des dix dernières années (cf. schéma 5).

À l'inverse, la prime de terme des obligations à 10 ans américaines, qui a fortement fluctué ces dernières années au gré des variations de la perception du risque inflationniste et, plus récemment, de celle du risque budgétaire, termine l'année 2024 deux écarts-types au-dessus de sa moyenne des dix dernières années.

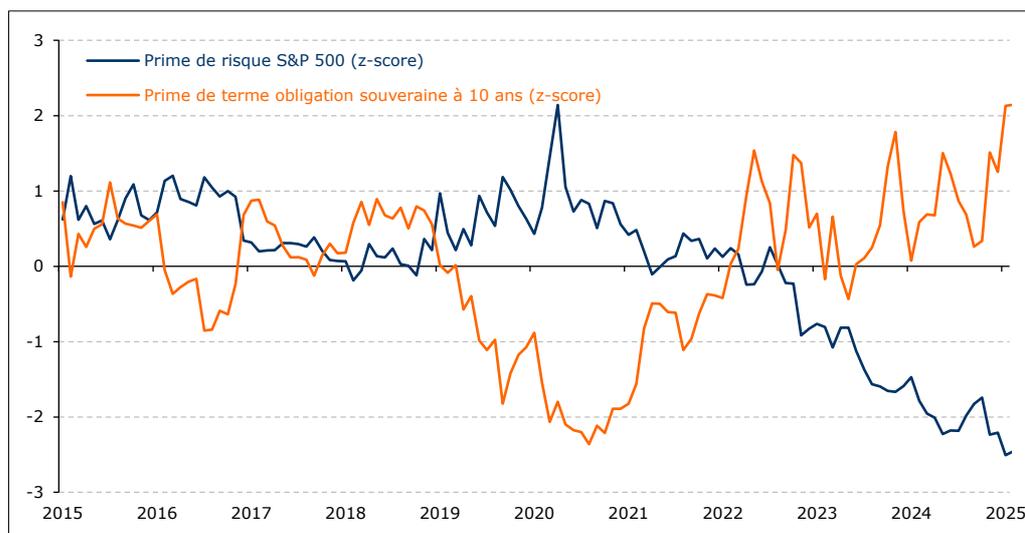


Schéma 5 : Évolutions en z-score de la prime de risque du S&P 500 et de la prime de terme à 10 ans sur les dix dernières années (données arrêtées au 31/01/25).  
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

### Cette divergence peut-elle perdurer en 2025 ?

Plusieurs interprétations de ce mouvement conjoint paraissent possibles. La première serait liée à un risque inflationniste modéré, c'est-à-dire une hausse des prix supérieure à la cible de 2% mais inférieure au seuil de « douleur » qui pourrait entraîner une récession (probablement situé légèrement au-dessus de 4%). Un tel régime permettrait en effet aux entreprises de maintenir des marges élevées, tout en justifiant une prime sur les obligations de long terme.

La seconde est liée au déficit budgétaire de l'État américain, qui, tant qu'il n'est pas considéré comme insoutenable, constitue un soutien à l'économie et donc aux marchés actions, tout en justifiant un surplus de rendement sur les obligations de long terme.

Enfin, une dernière interprétation est que ce mouvement traduit l'anticipation d'une croissance supérieure au potentiel et relativement stable sur une période longue, soit un environnement caractérisé par des gains de productivité importants.

Les deux premiers environnements, qui ont prévalu entre 2023 et 2024, reposent sur des équilibres précaires et vont à l'encontre des objectifs de la FED et du gouvernement américain. Il paraît donc peu probable qu'ils se prolongent encore plusieurs années. Quant au troisième scénario, il reste hypothétique à ce stade et nécessitera certainement un temps plus long avant de pouvoir être confirmé.