



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 anticipations d'inflation de long terme des consommateurs américains sont au plus haut des trente dernières années. Assistons-nous à un ancrage de ces anticipations à un niveau supérieur à l'objectif de la banque centrale ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

2. La stratégie commerciale des États-unis commence à se dessiner (tarifs douaniers spéciaux sur les matières premières, réciprocité sur le reste). Quelles peuvent-être les implications pour l'économie américaine ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

3. Au cours des trois derniers mois, les actions de la zone euro surperforment les actions américaines de 15%. Ce rallye est-il soutenable ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. LES ANTICIPATIONS D'INFLATION DE LONG TERME DES CONSOMMATEURS AMÉRICAINS SONT AU PLUS HAUT DES TRENTE DERNIÈRES ANNÉES.

Les consommateurs américains commencent à ajuster leurs anticipations à la hausse en matière d'inflation. En février, les données préliminaires de l'enquête sur la confiance des consommateurs menée par l'Université du Michigan ont révélé que l'estimation médiane de l'augmentation des prix sur un horizon de 5 à 10 ans avait atteint +3,5%. Cette progression, observée pour le troisième mois consécutif, témoigne d'une tendance haussière persistante des anticipations inflationnistes (cf. schéma 1). Un niveau similaire n'avait pas été enregistré depuis avril 1995.

Historiquement, les anticipations des consommateurs sont principalement influencées par deux facteurs : le taux d'inflation actuel et les prix de l'essence. Toutefois, selon l'enquête de l'Université du Michigan, un autre élément semble désormais jouer un rôle significatif : les menaces de droits de douane du nouveau président américain. Un grand nombre d'Américains semblent prendre ses déclarations au pied de la lettre lorsqu'il avertit que « les prix pourraient augmenter à court terme ». Cette tendance suggère une montée des préoccupations liées à l'inflation, potentiellement en réponse aux discours politiques et non pas aux conditions actuelles.

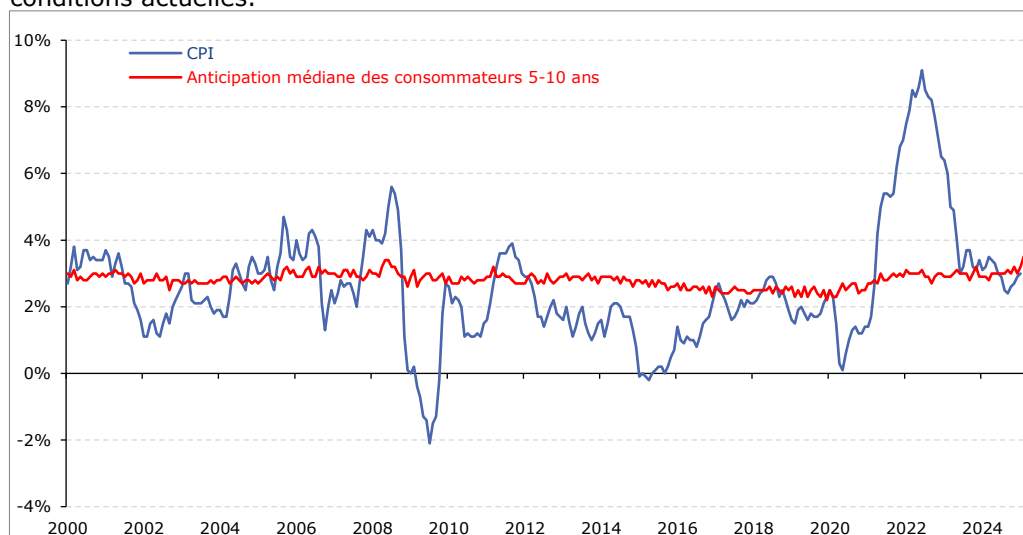


Schéma 1 : Inflation annuelle CPI et anticipation médiane des consommateurs pour les 5-10 prochaines années, 2000-2025.
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Assistons-nous à un ancrage de ces anticipations à un niveau supérieur à l'objectif de la banque centrale ?

Il semble encore prématuré de conclure à un ancrage des anticipations d'inflation dans l'économie américaine. Si les préoccupations inflationnistes sont bien perceptibles du côté des consommateurs depuis trois mois, elles se manifestent chez les producteurs depuis un mois seulement. Les indicateurs PMI S&P des services sont passés à 51 à février. Bien qu'il reste au-dessus du seuil critique de 50, indiquant une poursuite de la croissance du secteur, le rythme d'expansion est resté modéré et le plus faible depuis novembre 2023. La préoccupation majeure des prestataires de services concerne l'impact potentiel des politiques économiques sur la croissance et l'inflation. Si cette tendance continue sur plusieurs mois, il sera possible de parler d'ancrage des anticipations d'inflation.

Il est néanmoins essentiel de surveiller de près l'évolution de ces anticipations. Si celles-ci venaient à se stabiliser voire à se renforcer pour l'ensemble des agents économiques, cela pourrait avoir des implications majeures sur l'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale.

2. LA STRATÉGIE COMMERCIALE DES ÉTATS-UNIS COMMENCE À SE DESSINER (TARIFS DOUANIERS SPÉCIAUX SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES, RÉCIPROCITÉ SUR LE RESTE).

Depuis sa prise de pouvoir, D. Trump a annoncé la mise en place de droits de douane ciblant ses principaux voisins, le Canada et le Mexique (entre 10% et 25% en fonction des produits), ainsi que la Chine (20% pour l'ensemble des biens).

Il a également annoncé vouloir établir un principe de « réciprocité » des tarifs douaniers avec le reste du monde. Ce mécanisme visera les économies appliquant des droits de douane aux biens provenant des États-Unis, mais également celles ayant des pratiques jugées « inéquitables » par la Maison Blanche. À titre d'exemple, la TVA française entrerait dans cette deuxième catégorie.

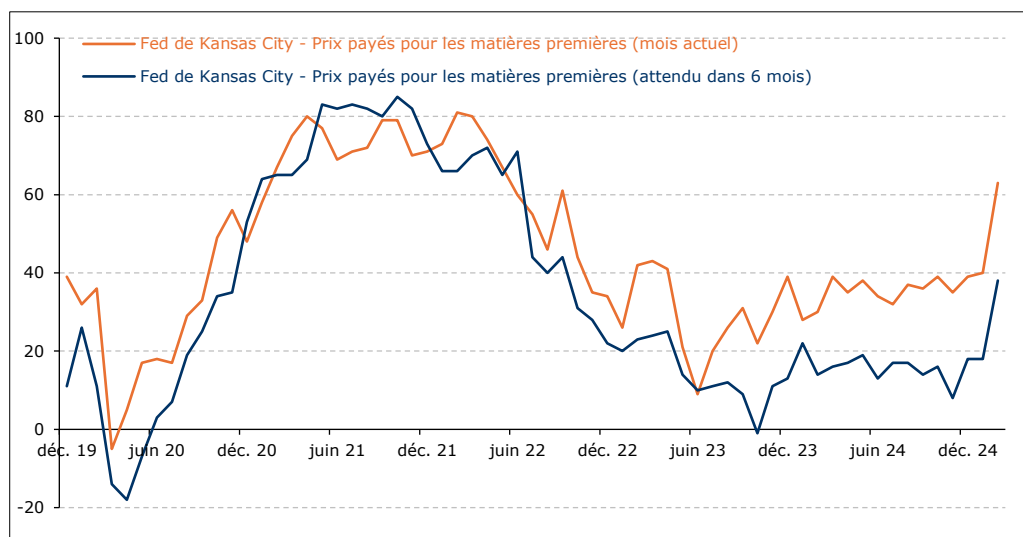


Schéma 2 : Évolution des prix payés actuels et à venir dans le district de la Fed de Kansas City (données arrêtées au 28/02/25).
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Quelles peuvent-être les implications pour l'économie américaine ?

Alors que la mise en place de nouveaux droits de douane n'en est qu'à ses débuts, les premiers effets se font d'ores et déjà ressentir. À titre illustratif, le renchérissement du prix des métaux en provenance du Canada tels que l'acier et l'aluminium (en 2024, les importations en provenance du Canada représentaient 23% des importations totales d'acier et 58% de celles d'aluminium) a poussé à la hausse les prix de production de certains biens (cf. schéma 2). Les répercussions sur les prix de vente devraient suivre dans les prochains mois.

Dans une étude récente, la FED de Boston estimait que le scénario actuel de hausse des droits de douane (25% sur les biens en provenance du Canada et du Mexique et 10% sur ceux originaires de Chine) aurait un impact de l'ordre de +0,5-0,8% sur l'inflation « cœur » américaine. L'impact pouvant monter à +1,4-2,2% dans le cas d'un scénario plus « dur » (60% sur les biens chinois et 10% sur le reste du Monde).

Malgré le fait que les biens ciblés proviennent de l'étranger, la complexité des chaînes d'approvisionnement fait que l'augmentation de leurs prix impacte directement les biens intermédiaires américains.

À moyen terme, le risque de renchérissement des produits finaux, couplé à l'augmentation de l'incertitude politique et économique, font peser une menace sur la confiance des agents économiques. Si ces derniers venaient à revoir à la baisse leur consommation et leurs investissements, cela aurait *in fine* un impact négatif sur la croissance américaine.

2. AU COURS DES TROIS DERNIERS MOIS, LES ACTIONS DE LA ZONE EURO SURPERFORMENT LES ACTIONS AMÉRICAINES DE 15%.

L'Euro Stoxx 50 TR a surperformé le S&P 500 TR chaque mois depuis décembre. Cette surperformance s'observe dans tous les secteurs, particulièrement ceux de la finance, de la consommation cyclique et des valeurs technologiques.

Ce rallye est-il soutenable ?

Début décembre l'écart de valorisation entre les indices américains et européens était à son plus haut historique (cf schéma 3). Sur les trois dernières années cet écart s'est creusé reflétant la combinaison d'un excès de pessimisme en Europe et d'optimisme aux États-Unis. Les entreprises américaines, technologiques notamment, ont vu leurs perspectives de croissance et leurs investissements progresser grâce à l'essor de l'intelligence artificielle.

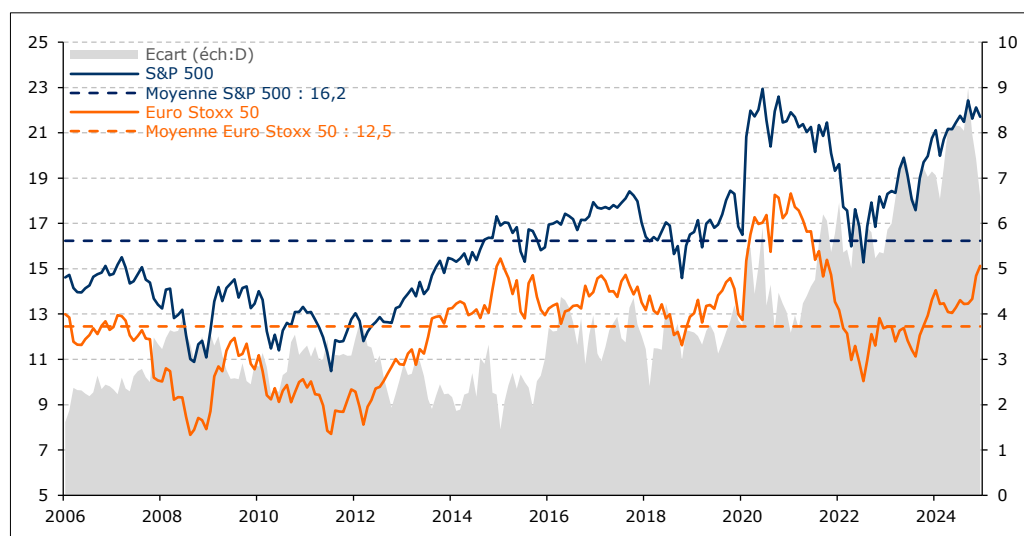


Schéma 3 : Évolution du P/E anticipé à 12 mois USA et Europe depuis 2006.
(données arrêtées au 28/02/25).

(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Depuis novembre, la valorisation des entreprises américaines stagne après avoir atteint un niveau de cherté historique. Cela est principalement le résultat de trois catalyseurs. Premièrement, l'inflation stagne et les inquiétudes grandissent quant à la capacité de la Fed à continuer de normaliser sa politique monétaire. Deuxièmement, la sortie de DeepSeek, un modèle de LLM chinois entraîné pour une fraction du coût des modèles existants, est venue « challenger » l'hypothèse selon laquelle l'acteur disposant de plus d'investissements et de puissance de calcul aurait le modèle le plus performant. Troisièmement, les données économiques récentes aux États-Unis ont surpris négativement par rapport aux attentes : le Citi Economic Surprise Index (CESIUSD) est ainsi passé de 28 à -9.

À contrario, côté européen la situation des entreprises s'est améliorée sur la période, portée par des publications macro-économiques meilleures qu'anticipées. Le Citi Economic Surprise Index (CESIEUR) est ainsi passé de -20 à 31, reflétant une dynamique plus favorable. Par ailleurs, l'inflation est restée stable permettant à la BCE d'assouplir sa politique de monétaire. Enfin, des incertitudes se sont levées avec une baisse du risque politique en France et en Allemagne, une avancée vers la fin du conflit en Ukraine et les annonces de relances budgétaires de la Chine.

Le rallye récent a permis aux actions européennes de repasser au dessus de leur moyenne historique de valorisation. La tendance pourrait se maintenir à court terme tant que l'Europe restera la zone avec le moins d'incertitudes. Toutefois à moyen terme l'écart structurel entre les valeurs américaines et européennes devrait persister car les États-Unis restent la zone avec le potentiel de croissance le plus grand induit par un plus fort niveau d'investissements, une meilleure productivité, des coûts de l'énergie inférieurs et des taxes sur les entreprises plus faibles.