



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

### INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'HOMA Capital vous partage 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 et l'activité fléchissent en zone euro. La BCE va-t-elle revoir sa politique monétaire ?

*Par Yulia Sazonova – Analyste diversifié*

2. Les analystes ont relevé leurs anticipations de résultats pour l'année prochaine. Les entreprises européennes peuvent-elles répondre aux attentes sur leurs chiffres d'affaires et marges ?

*Par Edouard Poulle – Gérant actions*

3. L'inflation américaine reflue malgré une croissance vigoureuse. La FED peut-elle baisser ses taux, comme le marché le prévoit, sans ralentissement économique ? La FED aura-t-elle le temps de baisser ses taux avant l'augmentation du chômage ?

*Par Hocine Megherbi – Analyste actions*

## 1. L'INFLATION ET L'ACTIVITE FLECHISSENT EN ZONE EURO.

En novembre, le taux d'inflation annuel de la zone euro atteignait +2,4%, son niveau le plus bas depuis plus de deux ans. Il était de +2,9% en octobre, +4,3% en septembre et +5,2% en août. L'inflation sous-jacente est quant à elle passée de +4,2% en octobre à +3,6% en novembre (cf. schéma 1). Du côté de la croissance, le PIB de la zone euro s'est contracté de -0,1% au troisième trimestre, et de nombreux indicateurs d'activité confirment le ralentissement en cours et ne laissent pas présager d'une amélioration à court terme.

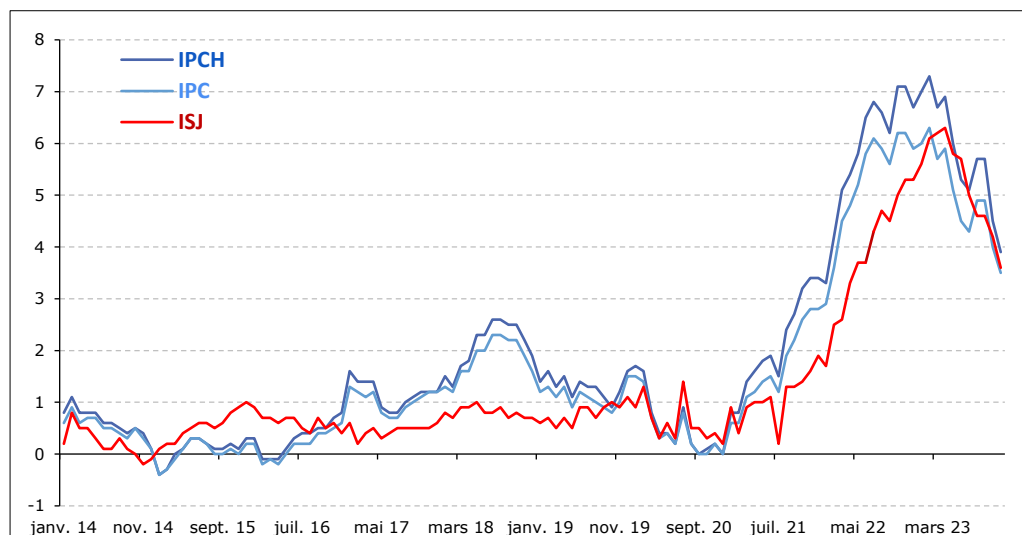


Schéma 1 : Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), Indice des prix à la consommation (IPC) et Indice d'inflation sous-jacente (ISJ).  
(Sources : Eurostat, HOMA Capital)

### La BCE va-t-elle revoir sa politique monétaire ?

Il est désormais clair que l'inflation diminue plus rapidement qu'anticipé par la Banque Centrale Européenne (BCE). Du côté des indicateurs d'activité avancés, les PMI manufacturiers se dégradent depuis plus de deux ans et restent dans la zone de contraction, inférieurs à 50, depuis le mois d'août 2022. Autres données pointant vers un ralentissement, la croissance trimestrielle de la production industrielle ainsi que celle de l'emploi manufacturier sont devenues négatives depuis mi-2022.

Le ralentissement de l'inflation sous-jacente s'est poursuivi, mais les tensions sur les prix intérieurs restent vives, en raison d'une croissance dynamique des coûts unitaires de main-d'œuvre. Le marché de travail demeure tendu et la hausse des salaires dans la zone euro contribue au maintien d'une inflation domestique. En octobre, le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 6,5%, stable par rapport à septembre et en baisse par rapport aux 6,6% d'octobre 2022. S'agissant des salaires dans la zone euro, ces derniers affichent une hausse annuelle importante : +5,3% au 3<sup>ème</sup> trimestre contre +5,0% et +4,5% aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>ème</sup> trimestres. La persistance de cette menace inflationniste a incité la BCE à laisser inchangés ses taux directeurs le 14 décembre dernier.

De plus, lors de son discours au Homer Jones Memorial début novembre, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a souligné que le retour de l'inflation à l'objectif de 2% serait difficile à atteindre. Comme mentionné lors de son intervention, le « dernier kilomètre » de la désinflation, le passage au taux cible de 2%, n'est pas anticipé par la BCE avant la fin 2025.

Malgré ces déclarations, nous estimons que le ralentissement marqué de l'inflation couplé à une activité qui tourne au ralenti, militent à minima pour un changement de discours des membres de la BCE et l'ouverture de discussions pour une baisse des taux.

## 2. LES ANALYSTES ONT RELEVÉ LEURS ANTICIPATIONS DE RÉSULTATS POUR L'ANNÉE PROCHAINE.

Les perspectives pour l'année 2023 avaient été données dans un contexte tendu, marqué par des soubresauts géopolitiques et économiques, et s'étaient traduites par des excès d'optimisme ou, à l'inverse du pessimisme de la part des managements des sociétés. Cette année, les publications semestrielles ont servi de boussole aux analystes financiers, leur permettant d'ajuster leurs prévisions pour l'exercice en cours (cf. schéma 2). Sans grande surprise, la prudence a démontré son efficacité à long terme sur les marchés financiers, tandis que les entreprises trop confiantes ont subi des sanctions sévères dans les cas où leurs objectifs optimistes ne seraient pas atteints, avec Alstom et Worldline en exemple.

Le second semestre a été le théâtre de tensions géopolitiques, lesquelles, contrairement à la guerre en Ukraine, ont eu un impact limité sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires, n'exerçant ainsi qu'une faible influence sur l'inflation. Avec un environnement économique stable par rapport à la période de publication des résultats semestriels, il semble probable que les performances financières des entreprises pour l'année viennent confirmer les attentes du marché.

De plus, profitant du ralentissement de 2023, les entreprises européennes ont axé leurs efforts sur les fondamentaux, mettant en place un meilleur contrôle des coûts ainsi qu'une amélioration de la productivité, travaillant sur leurs bilans et réduisant leurs dettes, une préoccupation devenue cruciale avec la hausse des taux.

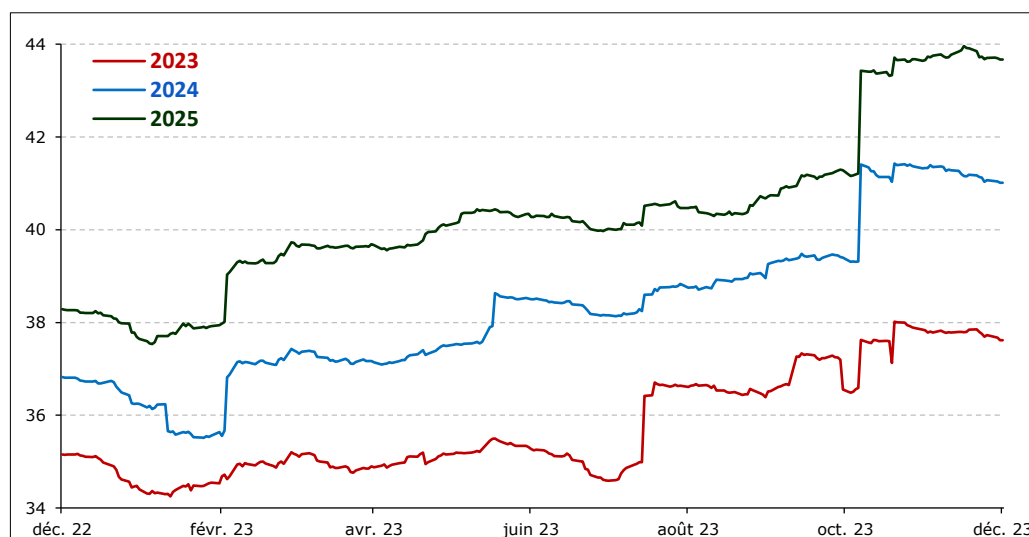


Schéma 2 : Estimation des bénéfices par actions du Stoxx 600.  
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Les entreprises européennes peuvent-elles répondre aux attentes sur leurs chiffres d'affaires et marges ?

Entamant ainsi l'année 2024 dans une position plus solide qu'au début de 2023, et supposant que le scénario de *soft landing* soit celui actuellement anticipé par le marché, les sociétés du vieux continent se préparent à relancer leurs investissements, dont ceux non concrétisés en 2023, en vue d'une nouvelle phase de croissance des revenus. Le tout en capitalisant pleinement sur les hausses des prix de vente intervenues dans le courant de l'année 2023.

Du côté des marges, l'impact de la diminution de l'inflation devrait être globalement neutre, car elle engendre des effets inverses qui, en partie, viennent se contrebalancer dans les comptes de résultats des entreprises. La baisse des prix des matières premières et la normalisation des prix de l'énergie offrent ainsi une marge de manœuvre supplémentaire pour absorber la hausse des salaires liée à l'inflation.

Dans l'ensemble, l'amélioration des volumes de vente conjuguée à une gestion rigoureuse des coûts tout au long de l'année, ainsi qu'une pression à la baisse sur les coûts de production, devraient permettre aux entreprises d'afficher une croissance tant au niveau du chiffre d'affaires que de la marge pour l'année 2024, répondant ainsi aux attentes de croissance du consensus de marché.

### 3. L'INFLATION AMERICAINE REFLUE MALGRE UNE CROISSANCE VIGoureuse.

Après une baisse continue depuis le début de l'année, l'inflation américaine en glissement annuel s'établit à +3,1% en novembre contre +6,4% en janvier. Néanmoins, l'inflation sous-jacente résiste du fait d'un marché du travail en tension et des pressions salariales qui en découlent. Cette hausse des rétributions a permis aux ménages américains de maintenir leur niveau de pouvoir d'achat, ce qui a favorisé la consommation et donc la croissance. Contre toute attente, le PIB réel américain a progressé de +5,2% en rythme annualisé au 3<sup>ème</sup> trimestre, et ce malgré un environnement de taux défavorable.

La FED peut-elle baisser ses taux, comme le marché le prévoit, sans ralentissement économique ?

Avec une inflation orientée à la baisse depuis le début de l'année et proche de 2% (cf. schéma 3), les taux réels s'inscrivent dans un territoire de plus en plus restrictif. Pour ne pas entraver la croissance économique, la Réserve Fédérale américaine (FED) pourrait envisager d'assouplir la contrainte sur les taux. Cependant, le discours jugé accommodant de Jerome Powell fin octobre, a déjà conduit à une détente sur les conditions financières au travers d'une chute brutale des taux souverains américains. Et la vigueur persistante du marché du travail pourrait faire repartir l'inflation à la hausse à travers des augmentations de salaires. Sur la base de ces seuls éléments, les six baisses de taux anticipées par le marché paraissent prématurées.

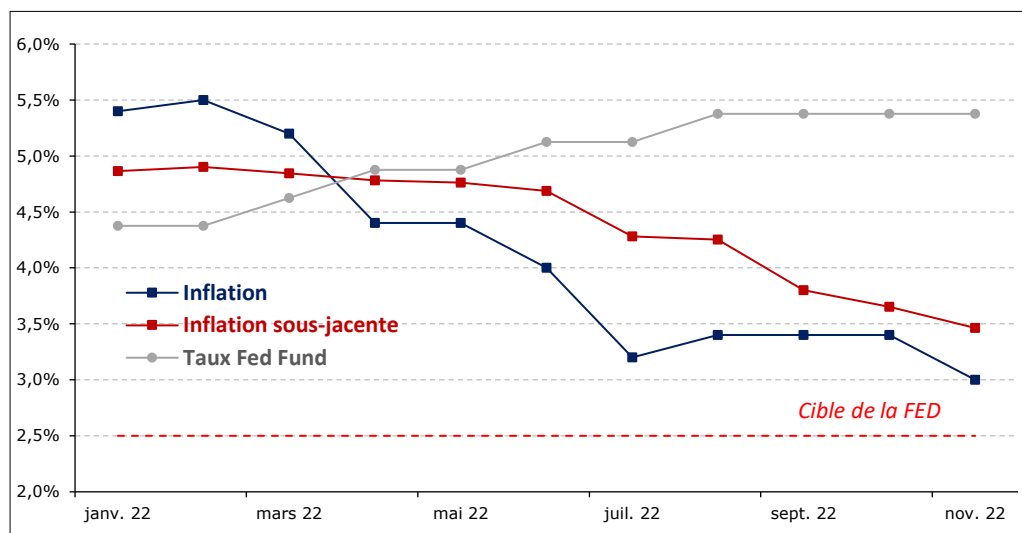


Schéma 3 : Evolution de l'inflation américaine et du taux monétaire depuis fin 2022.  
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Toutefois, certains indicateurs avancés montrent que l'économie américaine pourrait se dégrader plus rapidement que ce qu'anticipent la FED et les marchés financiers. Le risque est principalement concentré sur le secteur immobilier commercial qui souffre sévèrement du resserrement monétaire et d'une situation post-covid défavorable. Les taux de défaut ont sensiblement augmenté depuis le début du resserrement monétaire. A cela viennent s'ajouter des conditions d'emprunt plus exigeantes, incitant les entreprises à repousser leurs investissements.

Enfin, du côté des consommateurs, l'excès d'épargne qui a soutenu la croissance américaine cette année, s'essouffle et devrait être totalement absorbé courant 2024 (selon une étude de la Banque Centrale de San Francisco). Tous ces éléments pourraient engendrer un ralentissement économique plus marqué que prévu et donc forcer la FED à baisser ses taux plus tôt qu'elle ne l'envisage. Avec ces éléments supplémentaires, nous estimons que les baisses de taux qu'anticipent les investisseurs sont justifiées.

### La FED aura-t-elle le temps de baisser ses taux avant l'augmentation du chômage ?

Le marché de l'emploi américain est toujours aussi dynamique malgré un taux de chômage américain qui est passé de 3,5% en mars à 3,7% en novembre (cf. schéma 4) et certaines données montrent des signes d'accalmie. A titre d'exemple, les ouvertures de postes sont orientées à la baisse et les demandes d'allocation chômage à la hausse depuis le début de l'année. De plus, il est aussi important de souligner que la FED, contrairement à la BCE, a un double mandat : maintenir une inflation autour de 2% et s'assurer du plein emploi. La situation actuelle est donc idéale pour l'autorité monétaire américaine.

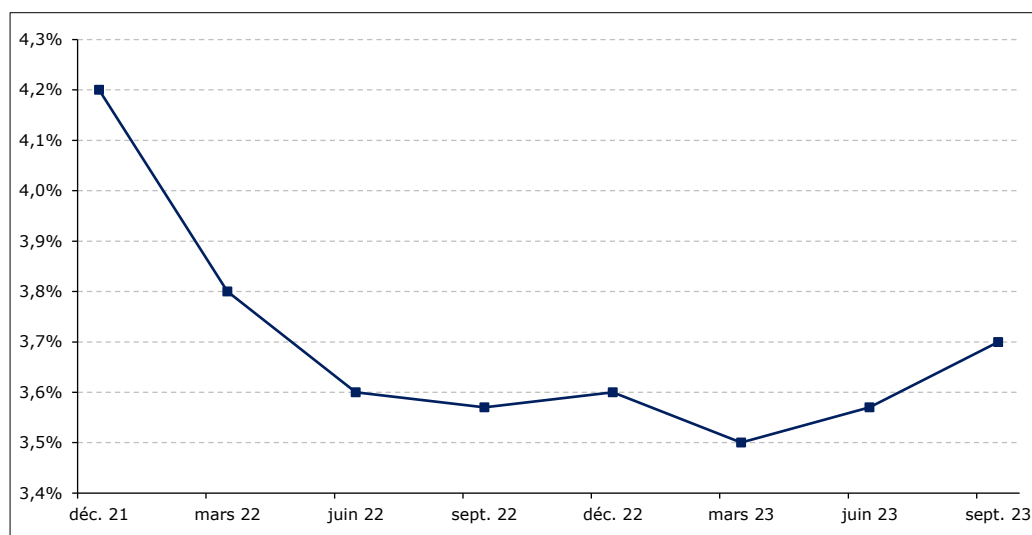


Schéma 4 : Evolution du taux de chômage américain depuis fin 2021.  
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Dans l'hypothèse d'un ralentissement plus marqué que prévu de l'économie américaine, la FED devra baisser ses taux avant une augmentation significative du taux de chômage, afin d'éviter de mener une politique monétaire restrictive en période de ralentissement économique. Pour le moment, ni la Banque Centrale ni les investisseurs n'anticipent de récession. Si elle devait advenir, il est fort probable que les autorités monétaires seraient prises de court et réagiraient une fois le ralentissement effectif et le taux de chômage en hausse.