



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. La FED anticipe trois baisses de taux d'ici fin 2024. La désinflation est-elle suffisamment rapide pour permettre ces baisses de taux ?

Par Yulia Sazonova – Analyste diversifié

2. Le marché anticipe un *soft landing* de l'économie américaine. Quels sont les risques qui pourraient contrarier ce scénario ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

3. Les salaires réels augmentent en Europe. Quel sera l'impact sur la croissance de la zone euro ?

Par Hocine Megherbi – Analyste actions

1. LA FED ANTICIPE TROIS BAISES DE TAUX D'ICI FIN 2024.

La banque centrale américaine (Fed) envisage actuellement trois baisses de taux de 25 points de base en 2024. Le consensus de marché va plus loin et en anticipe cinq pour revenir à un intervalle de 3,75-4,00% (contre 5,25-5,50% actuellement), avec une première baisse dès le mois d'avril. L'objectif pour la Fed est de maintenir le taux réel entre 1% et 1,5% afin de soutenir la croissance économique et éviter la récession.

La désinflation est-elle suffisamment rapide pour permettre ces baisses de taux ?

Ces anticipations de la Fed paraissent compatibles avec l'objectif de 2% d'inflation si les prix continuent à baisser graduellement en 2024. Contrairement aux attentes, ils ont légèrement progressé en décembre (+3,4% sur un an) pour finalement clôturer l'année 2023 avec un taux moyen de +4,1%, après +8,0% en 2022. S'agissant de l'inflation CPI Core (hors alimentation et énergie), pour la première fois depuis mai 2021 elle passe en dessous de +4,0%, à +3,9% (cf. schéma 1).

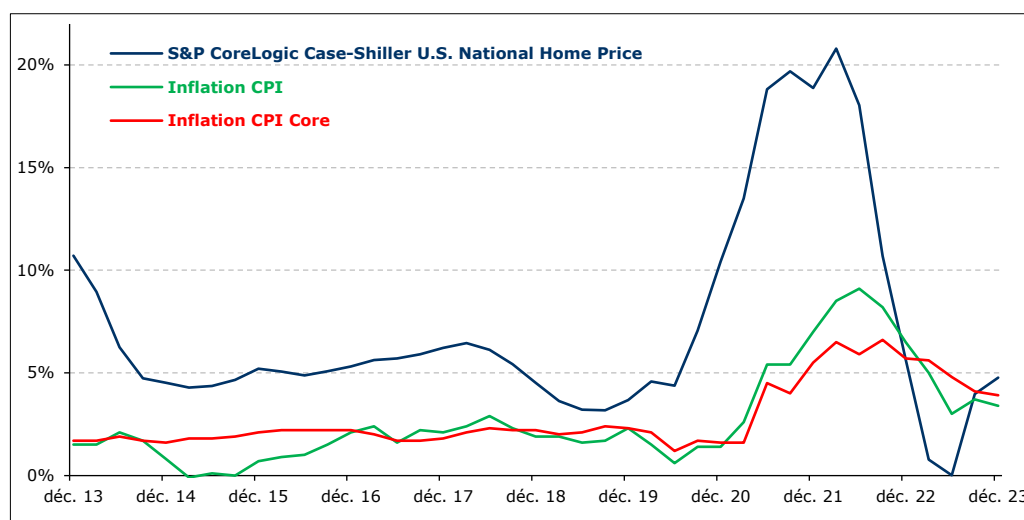


Schéma 1 : Variation annuelle de l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller, Inflation CPI et Inflation CPI Core depuis 2013

(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

En revanche, plusieurs phénomènes pourraient encore ralentir la baisse de l'inflation Core. Le premier est la hausse des salaires. Ces derniers ayant augmenté à un rythme annuel de +4% en décembre 2023. Cela reste au-dessus du niveau de +3% que la Fed considère comme compatible avec l'objectif d'inflation. De plus, l'enquête de la NFIB auprès des PME fait apparaître leur intention d'augmenter les salaires au cours des trois prochains mois.

Si la hausse des prix dans le secteur des biens s'est normalisée et se trouve en quasi-déflation, l'inflation des loyers, représentant près de 40% de l'inflation Core, reste persistante. L'indice des prix des maisons, S&P Case-Shiller US, affiche une hausse annuelle de +6,0% en 2023 ce qui pourrait faire repartir l'inflation des loyers.

Enfin, il est important de surveiller les tensions en mer Rouge qui laissent entrevoir le risque d'une crise généralisée qui pourrait menacer la reprise économique mondiale et provoquer des pressions inflationnistes.

Pour ces raisons, l'inflation est sur une tendance baissière, compatible avec les anticipations de la Fed. En revanche, la hausse attendue des salaires dans les prochains mois ainsi que les activités immobilières seront à surveiller de près.

2. LE MARCHÉ ANTICIPE UN *SOFT LANDING* DE L'ECONOMIE AMERICAINE.

En 2023, la croissance de l'économie américaine (en termes réels) devrait s'établir aux alentours de 2,4% avec un taux de chômage d'environ 3,7%. Des niveaux largement supérieurs aux attentes des économistes en début d'année dernière qui tablaient sur une croissance annuelle de l'ordre de 0,5% et un taux de chômage autour de 4,5% selon le consensus établi par Bloomberg. Ces surprises positives ont progressivement conduit les économistes et les marchés à se positionner pour un scénario de ralentissement de la croissance qui ne se traduirait pas par une récession (le « *soft landing* »), ce qui serait inédit dans un contexte de remontée des taux directeurs.

En effet, les prévisions de ce même consensus et des organismes officiels (FMI, FED) tablent désormais sur un ralentissement en 2024 avec une croissance aux alentours de 1,3% (cf. schéma 2) et un taux de chômage légèrement supérieur à 4%, avant un rebond en 2025 avec une croissance à 1,7% et un taux de chômage stable d'environ 4%.

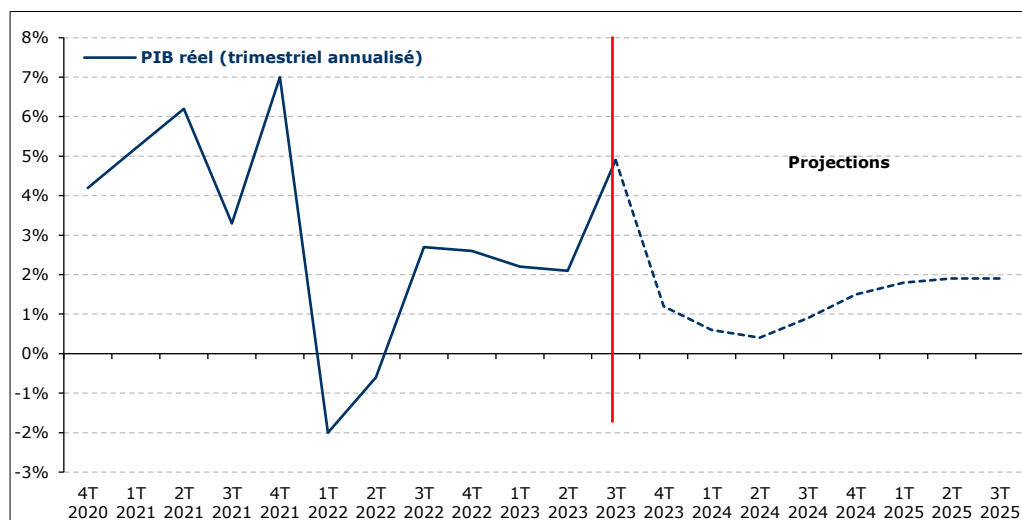


Schéma 2 : Évolution historique et anticipée du PIB américain depuis fin 2020 (rythme trimestriel annualisé)

(Sources : HOMA Capital, Bloomberg)

Quels sont les risques qui pourraient contrarier ce scénario ?

Cette surprenante résilience de l'économie américaine peut, entre-autres, être reliée à deux facteurs. Premièrement la vigueur de la consommation intérieure, et deuxièmement le décalage temporel entre les hausses de taux décidées par la FED et leur impact sur l'activité économique.

L'un des puissants facteurs de soutien à la consommation a été le surplus d'épargne accumulé par les Américains pendant le Covid qui leur a permis de maintenir un niveau de consommation élevé. Si cet excédent d'épargne a fortement diminué en 2023, le rythme de croissance des salaires a en parallèle dépassé celui de l'inflation, offrant un potentiel relais de pouvoir d'achat aux consommateurs américains. Une dégradation plus rapide qu'anticipée du marché du travail, qui se traduirait par une baisse de la croissance réelle des salaires, constitue ainsi un premier risque.

Le second risque pourrait provenir d'une remontée des taux de défauts et/ou des difficultés de refinancement. Sur les dernières années, les entreprises comme les ménages ont profité des taux très bas pour s'endetter à taux fixe et allonger la maturité moyenne de leurs dettes. Cela explique notamment pourquoi la remontée des taux directeurs ne s'est, pour l'instant, pas traduite par une remontée significative des taux de défauts. Si le ralentissement de l'inflation prenait plus de temps que prévu, forçant la FED à maintenir ses taux sur des niveaux élevés plus longtemps que prévu, alors ce risque de refinancement pourrait devenir matériel et pousser les entreprises à prioriser leur désendettement au détriment de leurs dépenses en capital (humain et physique), ce qui pèserait sur la croissance.

3. LES SALAIRES RÉELS AUGMENTENT EN EUROPE.

Sur la dernière partie de l'année 2023, le taux d'inflation sous-jacent s'est montré légèrement moins élevé que la hausse des salaires (cf. schéma 3). En l'absence de rebond significatif de l'inflation et à ce niveau d'évolution des salaires, des gains de pouvoir d'achat commencent à être observés et devraient se poursuivre au cours des mois à venir.

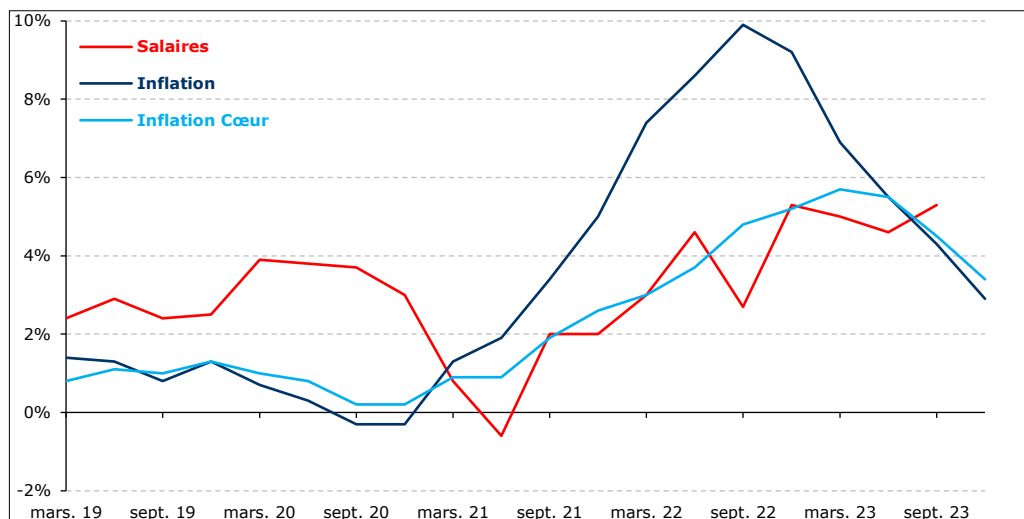


Schéma 3 : Évolution des salaires et de l'inflation en Zone Euro depuis 2019 (en glissement annuel)

(Sources : Bloomberg, Eurostat)

Quel sera l'impact sur la croissance de la zone euro ?

Les conséquences devraient être positives, d'autant plus que contrairement aux États-Unis les ménages européens détiennent encore un stock d'épargne important. En effet, là où l'épargne américaine s'est drastiquement réduite en 2023 (ce qui a par ailleurs fortement soutenu la croissance à travers la consommation), l'épargne européenne n'a fait qu'augmenter. À fin septembre 2023, cette dernière atteignait 14% du revenu disponible des ménages contre 4% aux États-Unis selon les données de LSEG Datastream.

De plus, les dépenses de consommation en zone euro étant actuellement encore loin de leurs tendances pré-covid, nous anticipons une normalisation à partir de 2024. Reflétant la baisse significative de l'inflation sur l'ensemble de l'année, le moral des ménages est en nette augmentation sur toute l'année 2023 ce qui pourrait aussi soutenir leurs dépenses. Cette tendance devrait se poursuivre à mesure que l'inflation diminuera.

Néanmoins, la propension à épargner reste élevée et ne montre aucun signe de baisse, tandis que la croissance de l'emploi semble se retourner venant limiter la hausse du revenu disponible. Le moral des ménages, perturbés par une forte baisse de leur pouvoir d'achat en 2022 et en 2023, restera une donnée clé quant à leur niveau de consommation cette année.

L'année 2024 s'annonce donc meilleure que 2023 en matière de dépenses de consommation, avec un effet positif sur la croissance, mais son impact devrait rester assez modeste dans l'ensemble.