



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 ne baisse plus. L'inflation peut-elle retrouver rapidement un niveau plus en phase avec l'objectif de la FED?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

2. Aux États-Unis, la consommation reste robuste et a une nouvelle fois tiré la croissance du T1. Les Américains peuvent-ils maintenir leur niveau actuel de consommation ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

3. Les prix des matières premières sont repartis à la hausse. Quel impact cela peut-il avoir sur l'inflation européenne et la politique monétaire ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

1. L'INFLATION AMERICAINE NE BAISSÉ PLUS.

Depuis plusieurs mois maintenant, l'inflation américaine a interrompu son mouvement de baisse : l'inflation mensuelle PCE *core services* (hors coût du logement) ressort à +0,4% en moyenne sur le premier trimestre contre +0,2% pour le dernier trimestre de l'année dernière.

Ce qui pouvait être interprété comme une anomalie statistique il y a quelque mois, est maintenant perçu comme un phénomène plus durable par les investisseurs et la banque centrale américaine (FED). Ce changement d'environnement a conduit la Fed à (re)durcir son discours et les investisseurs à revoir leurs anticipations de baisse des taux pour l'année en cours (actuellement une contre six en début d'année).

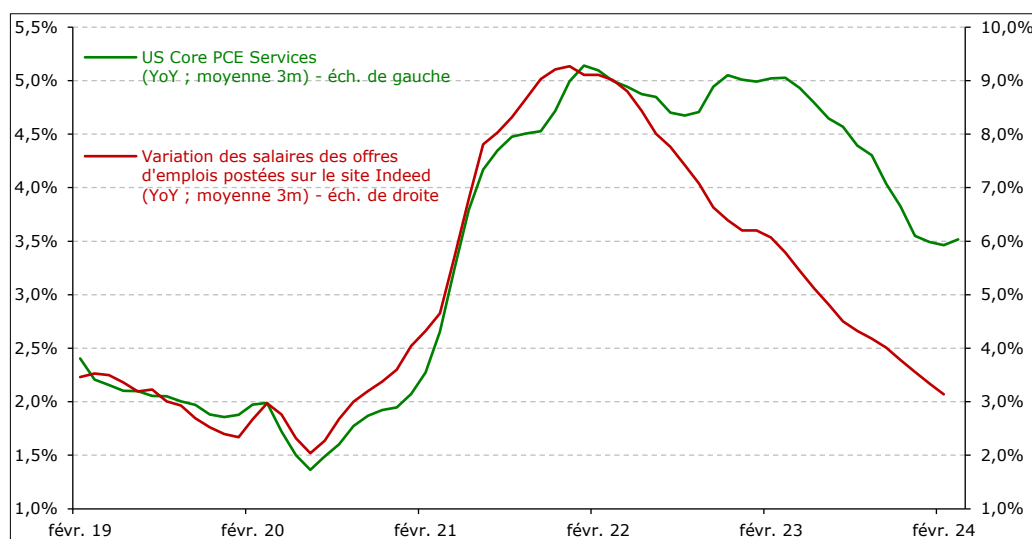


Schéma 1 : Évolution de la composante « services » de l'inflation Core PCE et des salaires des offres d'emplois depuis 5 ans.
(Source : HOMA Capital ; Indeed ;Bloomberg)

L'inflation peut-elle retrouver rapidement un niveau plus en phase avec l'objectif de la FED?

L'inflation actuelle provient, comme depuis de nombreux mois, quasi exclusivement des services. Ces derniers voient leurs prix augmenter sous le double effet d'une demande importante et de coûts salariaux en hausse. Alors que la vigueur de la consommation dépendra très largement du stock d'épargne des ménages (point traité en page 3), la question des salaires est quant à elle étroitement liée au marché du travail.

Concernant ce dernier, bien que les données officielles mettent en avant la robustesse de l'emploi, les indicateurs avancés pointent vers un ralentissement. En effet, que l'on considère le nombre d'offres d'emplois publiées, le taux de départs volontaires, les intentions d'embauches ou encore la confiance des salariés dans leur capacité à conserver leurs emplois, ils signalent tous sans exception une normalisation en cours. Dans ce contexte, les salaires proposés par les employeurs ont retrouvé le niveau de croissance qui prévalait en 2019 (cf. schéma 1).

Cette accalmie continue devrait permettre de reprendre la tendance désinflationniste de fond sur les services, et ainsi ramener l'inflation globale vers le niveau souhaité par la FED.

2. AUX ÉTATS-UNIS, LA CONSOMMATION RESTE ROBUSTE ET A UNE NOUVELLE FOIS TIRE LA CROISSANCE DU T1.

Aux États-Unis, les dépenses des consommateurs représentent environ les deux tiers du PIB, et ont revêtu une importance toute particulière ces derniers trimestres afin de compenser l'impact restrictif de la politique monétaire de la FED. En mars, elles ont augmenté de +0,8%, marquant la plus forte hausse depuis janvier 2023. Celle-ci se produit malgré des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et le maintien de taux d'intérêt élevés par la Réserve fédérale.

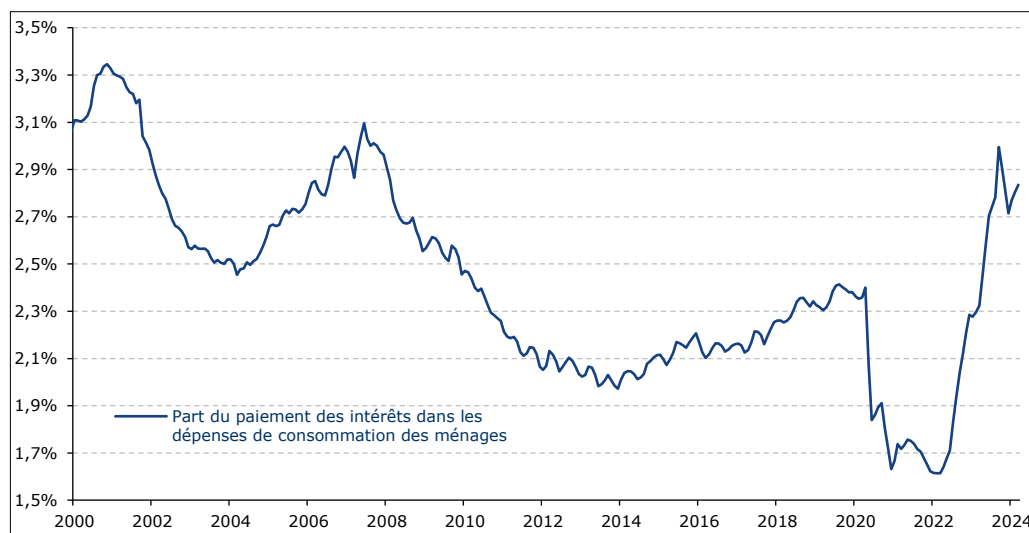


Schéma 2 : Évolution de la part du paiement des intérêts dans les dépenses de la consommation des ménages aux États-Unis depuis 2000.

(Source : HOMA Capital ; FRED)

Les Américains peuvent-ils maintenir leur niveau actuel de consommation ?

En 2019, les Américains disposaient d'environ \$2800 milliards d'épargne, une somme qui a continué à croître durant la pandémie entre le T2 2020 et le T1 2023. Selon le rapport de la Banque Fédérale de San Francisco cet excès d'épargne, qui a permis de maintenir le pouvoir d'achat, arriverait à épuisement. De plus, depuis deux ans, le taux d'épargne varie autour de 3,8%, en dessous de sa moyenne historique de 7,4%. Si le besoin des ménages de reformer un matelas de sécurité se réalisait cela se ferait aux dépens de leur consommation.

Autre indicateur pointant vers une baisse de la capacité de consommation des ménages américains : la hausse constante des défauts de paiement sur les cartes de crédit depuis début 2023. Cette augmentation s'explique par un taux d'intérêt moyen sur les cartes de crédit de 21% (contre 16% en 2022), qui a fait passer la part des intérêts dans les dépenses de consommation des ménages 1,6% à 3% en deux ans (cf. schéma 2). Ce renchérissement des coûts de financement vient directement comprimer leur pouvoir d'achat.

Ces divers indicateurs suivent une tendance de dégradation rapide. Si elle n'est pas stoppée, elle viendrait ralentir la consommation et, par conséquent, la croissance économique américaine.

3. LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES SONT REPARTIES À LA HAUSSE.

Depuis plusieurs semaines les prix des matières premières remontent, en particulier ceux des métaux et de l'énergie. Selon les indices calculés par Goldman Sachs (S&P GSCI) convertis en euros, les matières premières agricoles progressent de +2% depuis le début de l'année (données au 19 avril), le complexe énergétique grimpe de +15% tandis que les métaux précieux et industriels rebondissent de respectivement +21% et +18%.

Dans un contexte où l'inflation en zone euro a fortement reflué et évolue maintenant sur des niveaux proches de l'objectif de long terme de la Banque Centrale Européenne (inflation totale à 2,4% sur un an en mars et 2,9% pour sa mesure « cœur »), ce rebond des prix fait craindre une reprise inflationniste, et par ricochet, un éloignement de l'horizon de la normalisation monétaire dans la zone.

Quel impact cela peut-il avoir sur l'inflation européenne et la politique monétaire ?

La Banque Centrale Européenne concentre son suivi de l'inflation sur la mesure « cœur » (ou sous-jacente), qui exclut les variations des matières premières et des prix alimentaires, bien qu'elle n'en soit pas totalement immunisée non plus (impact de la hausse des coûts de l'électricité sur la production des services par exemple).

Pour se diffuser dans l'inflation sous-jacente, la hausse des matières premières doit être à la fois rapide et durable. Ainsi, les hausses de 2016 et 2017-2018, bien qu'importantes (supérieures à +20% en glissement annuel), n'ont créé que des hausses mesurées de l'inflation totale, et n'ont eu aucun effet sur la mesure cœur (cf. schéma 3). Au contraire, le choc de 2021 (hausse importante, sur une longue durée) a eu un impact direct et indirect.

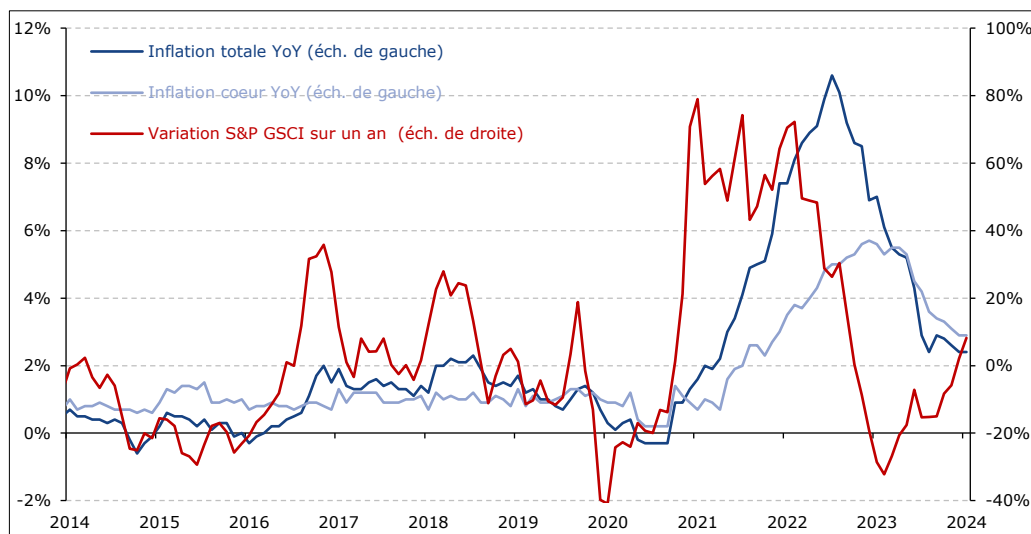


Schéma 3 : Variations sur un an des matières premières et de l'inflation en zone euro.

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Bien qu'important, le rebond actuel semble à ce stade insuffisant pour affirmer qu'il conduira à un rebond significatif de l'inflation. Par ailleurs, les problématiques de chaînes d'approvisionnements, qui avaient été un second facteur explicatif majeur de la poussée inflationniste post-covid, sont aujourd'hui largement résorbées.

Ainsi, sans un scénario de choc d'offre similaire à celui de 2021-2022, il paraît peu probable que le rebond actuel des matières premières ait un impact sur l'inflation cœur qui soit suffisant pour remettre en question les futures baisses de taux de la BCE, celle-ci étant par ailleurs confrontée à une croissance économique morose sur le vieux continent.