



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 croissance américaine ralentit au T1. Est-ce le signe de retournement conjoncturel ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

2. La courbe des taux américaine (2-10 ans) n'est jamais restée inversée aussi longtemps. Quelles interprétations pouvons-nous tirer de l'inversion actuelle, et quelles sont les implications pour les stratégies d'investissement ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

3. L'activité en Europe rebondit dans les services mais pas dans le secteur manufacturier. Comment expliquer cette divergence et peut-elle perdurer ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

1. LA CROISSANCE AMÉRICAINE RALENTIT AU T1.

L'économie américaine a connu un ralentissement plus prononcé que prévu au T1 2024. Selon les données préliminaires publiées par le département du Commerce, le PIB réel a enregistré une croissance annualisée de +1,6% sur la période, contre +3,4% au T4 2023. Il s'agit du rythme le plus faible depuis le T2 2022, lorsque l'économie avait subi une contraction. Ce ralentissement s'explique par les contributions négatives de la balance commerciale et des variations de stocks, ainsi que par une diminution des dépenses publiques et un ralentissement de la consommation des ménages, tandis que les investissements privés ont légèrement augmenté (cf. schéma 1).

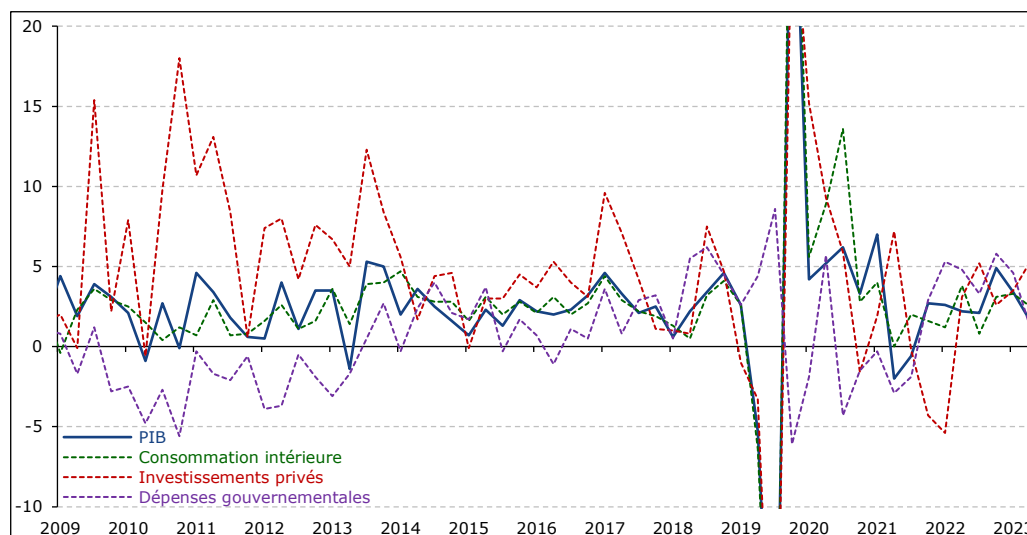


Schéma 1 : Variation trimestrielle annualisée du PIB américain et de ses principales composantes.

(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Est-ce le signe d'un retournement conjoncturel ?

Tout d'abord, la contribution négative de la balance commerciale au T1, bien qu'importante (-0,9% contre une moyenne d'environ -0,1% sur les 20 dernières années) ne paraît pas alarmante. Les exportations américaines évoluent en effet à leur plus haut historique tandis que les importations sont inférieures d'environ 3% à leur pic du T2 2022 (dans un contexte de stabilité du dollar sur cette période). La trajectoire de normalisation du déficit commercial américain ne semble donc pas remise en question à ce stade. La contribution des dépenses publiques a également reculé (+0,2% contre +0,8% au T4 2023). Les dépenses gouvernementales restent néanmoins en hausse de +1,2% sur un an, un niveau équivalent à sa moyenne depuis le début des années 2000.

Cependant, le poids relatif de la balance extérieure et des dépenses gouvernementales reste faible par rapport à celui de la consommation intérieure, qui représente les deux tiers du PIB américain. Cette dernière a également ralenti au T1, sous l'effet d'une réduction de la consommation de biens partiellement compensée par une augmentation de la consommation de services. Ce ralentissement est plus inquiétant pour les perspectives économiques américaines car il semble plus conjoncturel. En effet, selon les calculs du *Bureau of Economic Analysis* (BEA), l'excédent d'épargne accumulé lors de la pandémie de Covid-19 serait finalement arrivé à épuisement, tandis que la croissance réelle des salaires est repassée négative depuis le début de l'année. Les encours de crédit à la consommation étant déjà très élevés, la capacité marginale de consommation des Américains semble maintenant faible.

Enfin, la croissance des investissements privés s'est accélérée au T1 à +5,3% contre +3,1% au T4 2023. Cependant, la source de cette augmentation provient d'un bond des investissements résidentiels (non productifs) qui a compensé un ralentissement de ceux non résidentiels (productifs). Ce ralentissement n'est pas non plus alarmant (+2,9% contre +3,7% au T4 2023), mais il vient confirmer la décline tendancielle qui s'est installée depuis le milieu de l'année dernière.

Pour conclure, les principaux moteurs privés de la croissance américaine (consommation, investissements privés) semblent montrer des signes de faiblesse tandis que le moteur public ne devrait pas retrouver son niveau des derniers trimestres en raison des marges de manœuvre réduites du gouvernement à moyen terme. La tenue de la croissance américaine dans les prochains trimestres semble ainsi plus que jamais dépendante d'une poursuite de la désinflation qui permettrait aux salaires de regagner en pouvoir d'achat et à la FED de réduire le niveau de ses taux, et ainsi relâcher la contrainte sur l'investissement privé.

2. LA COURBE DES TAUX AMERICAINE (2-10 ANS) N'EST JAMAIS RESTEE INVERSEE AUSSI LONGTEMPS.

Aux États-Unis, la courbe des rendements du Trésor américain est inversée depuis juillet 2022 (cf. schéma 2). La durée de cette inversion passera la barre symbolique des 100 semaines à la fin du mois, un record. Historiquement, chaque phase de normalisation a été accompagnée d'une période de récession, car l'inversion de la courbe des taux cessait lorsque la politique monétaire restrictive était abandonnée pour préserver l'élan économique.

Depuis le début du cycle de hausse des taux, les membres de la Réserve fédérale (Fed) naviguent en étant "data dependent", gardant en mémoire l'erreur du conseil des gouverneurs présidé par Paul Volcker dans les années 70, qui avait baissé les taux directs trop tôt. Malgré des taux maintenus à un niveau élevé, la résilience de la croissance américaine a obligé la Fed à conserver son cap : "higher for longer".

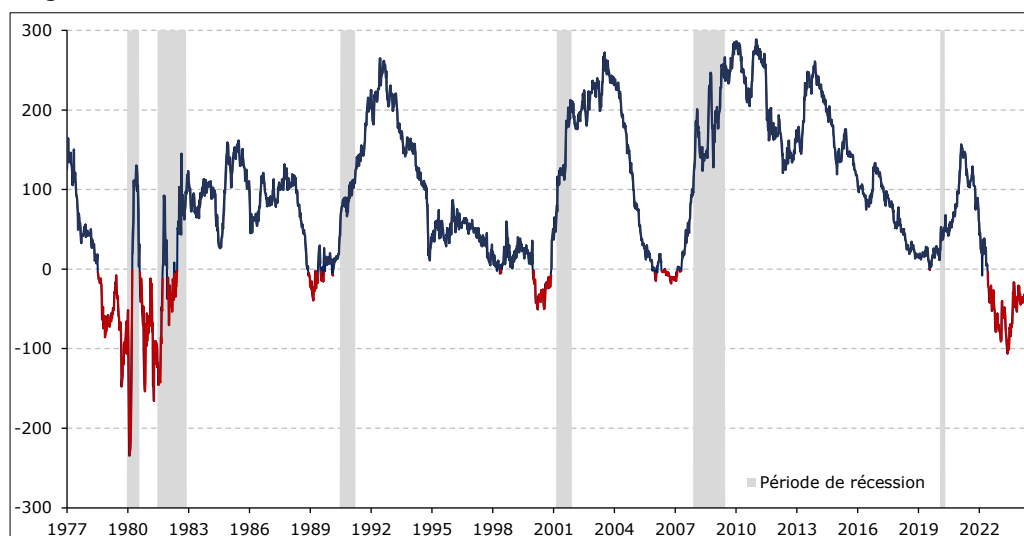


Schéma 2 : Évolution de la différence entre les taux 2 ans et 10 ans américains depuis 1977 et les périodes de récession.
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Quelles interprétations pouvons-nous tirer de l'inversion actuelle, et quelles sont les implications pour les stratégies d'investissement ?

Deux hypothèses se dégagent de la forme actuelle de la courbe de taux :

- À court terme, l'inflation devrait se résorber lentement et la politique monétaire rester restrictive ;
- À long terme, l'inflation devrait être maîtrisée et le potentiel de croissance préservé.

Structurellement, nous pensons que la croissance long terme sera maintenue grâce à des éléments tels que l'immigration, les gains de productivité apportés par l'IA et les politiques stimulatrices en cours. Ces facteurs nous laissent penser que les taux longs ne devraient pas baisser de manière significative.

En revanche, en ce qui concerne les taux courts, les indicateurs montrent que l'inflation se résorbe et que la consommation, moteur de croissance, devrait ralentir. Ces éléments nous laissent supposer que le ralentissement de la croissance poussera la Fed à baisser le niveau de ses taux dans les prochains mois. Ainsi, l'initiation d'une position sur la partie courte de la courbe américaine, qui ne reflète actuellement pas le potentiel ralentissement économique, nous semble être pertinente.

3. L'ACTIVITE EN EUROPE REBONDIT DANS LES SERVICES MAIS PAS DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER.

L'indice PMI calculé par S&P Global permet de mesurer le niveau d'activité des services et du secteur manufacturier. Entre 2010 et 2024, nous constatons que le PMI des services a été supérieur à celui du secteur manufacturier dans 61 % des cas et inférieur dans 37 % des cas (cf. schéma 3). Nous distinguons également deux périodes de forte divergence de cet indicateur (le PMI des services est supérieur au PMI manufacturier de plus de 4 points) : entre avril 2019 et début 2020 et sur la quasi-totalité de la période allant de février 2023 à aujourd'hui.

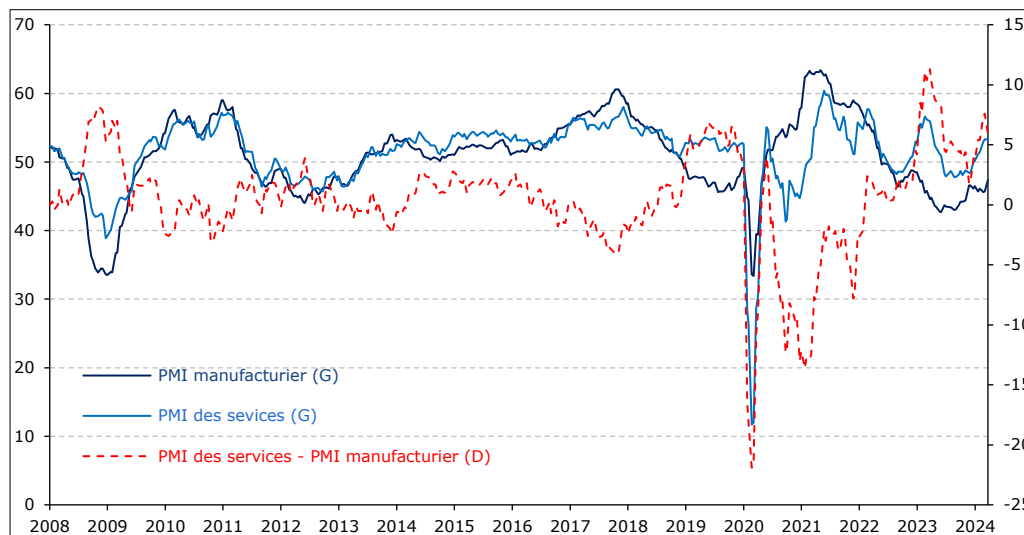


Schéma 3 : PMI des services et manufacturiers en zone euro depuis 2010.

(Source : HOMA Capital ; S&P Global)

Comment expliquer cette divergence et peut-elle perdurer ?

La divergence entre le PMI des services et le PMI manufacturier peut être principalement expliquée par la structure des échanges de l'Union Européenne (UE). Selon Eurostat, les exportations de services vers les pays non-membres (principalement les États-Unis et le Royaume Uni) ont connu une hausse importante entre 2010 et 2020 et représentaient la moitié des exportations totales de services de la zone en 2022.

À contrario, le commerce des biens (principalement non-finis) est majoritairement réalisé entre les pays membres de l'UE (70%) mais reste *in fine* très dépendant de la demande extérieure de produits finis. Le ralentissement actuel intervient dans un contexte d'affaiblissement de l'économie allemande, premier consommateur et exportateur de biens européens. Les difficultés actuelles outre-Rhin trouvent leurs sources en zone euro mais également à l'extérieur.

En interne, la baisse de compétitivité des exportations allemandes s'explique par l'impact de la crise énergétique sur l'ensemble de son modèle économique, mais également par le retard pris dans certains secteurs, entraînant l'inadéquation de son offre (ex : automobile). Au-delà de ses frontières, c'est le ralentissement de la demande mondiale qui a eu un impact négatif. La guerre commerciale avait commencé à l'affaiblir, mais c'est la baisse de la croissance chinoise observée depuis plusieurs trimestres, qui l'impacte le plus négativement.

En conclusion, cette divergence s'explique par les différents marchés cibles des services et de l'industrie européenne, les premiers s'exportant principalement vers les pays développés, tandis que les seconds sont dépendants de l'ensemble de l'économie mondiale. L'amélioration du secteur manufacturier européen semble passer par un retour de la demande extérieure et plus particulièrement celle en provenance de Chine au travers de mesures de soutien à l'économie chinoise de la part de Pékin ou d'une baisse de l'euro. Sans cela, le secteur manufacturier pourrait rester déprimé et la divergence avec les services perdurer.