



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 dernières données économiques ne montrent pas de signe de dégradation brutale de l'économie américaine. Le risque d'un ralentissement est-il écarté ou est-ce le calme avant la tempête ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

2. Les premiers effets de la politique tarifaire de D. Trump se font ressentir sur les (anticipations de) prix. L'inflation américaine peut-elle repartir durablement à la hausse ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

3. Le marché anticipe deux baisses de taux supplémentaires de la part de la BCE cette année. Est-ce crédible ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. LES DERNIÈRES DONNÉES ÉCONOMIQUES NE MONTRENT PAS DE SIGNE DE DÉGRADATION BRUTALE DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE.

On constate toujours un décalage marqué entre les « *soft data* » — indicateurs de sentiment issus des enquêtes — et les « *hard data* », c'est-à-dire les données économiques effectivement observées. Du côté des ménages, les indices de confiance poursuivent leur repli, à cause des inquiétudes croissantes liées à la situation financière personnelle et aux perspectives du marché de l'emploi. Du côté des entreprises, la confiance dans la production future est au plus bas niveau depuis dix mois, tandis que les anticipations de hausse des prix de vente s'intensifient.

En dépit d'un contexte économique incertain, les résultats des entreprises au premier trimestre 2025 restent solides. À la mi-mai, avec plus de 75% des entreprises du S&P 500 ayant publié leurs résultats du premier trimestre, on observe une proportion importante d'entreprises choisissant de maintenir leurs prévisions, ce qui témoigne de leur capacité à absorber les pressions inflationnistes ou à en transférer les effets sur les prix finaux. Parallèlement, l'inflation ralentit et le marché du travail reste robuste, avec un taux de chômage historiquement bas à 4,2%, compatible avec le plein emploi (cf. schéma 1).



Schéma 1 : Variations mensuelles du taux de chômage, 2001-2025.
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Le risque d'un ralentissement est-il écarté ou est-ce le calme avant la tempête ?

Jusqu'à présent, les nouveaux tarifs n'ont que partiellement impacté les prix à la consommation, les distributeurs attendant plus de clarté sur leur pérennité avant de passer de nouvelles commandes. Cette situation suggère qu'au moment du réapprovisionnement, lorsque les *stocks* devront être renouvelés à des coûts sensiblement plus élevés pour de nombreux produits, les distributeurs pourraient être contraints d'ajuster leurs prix à la hausse afin de préserver leurs marges.

L'interrogation centrale réside dans la nature du choc économique observé : s'agit-il d'un ajustement transitoire, suivi d'un redémarrage rapide de l'activité, ou sommes-nous face à une véritable crise structurelle ? La réponse à cette question dépendra en grande partie des données relatives à l'emploi. Si les entreprises anticipent une persistance des incertitudes économiques ou jugent qu'elles ne sont plus en mesure de répercuter l'augmentation des coûts sur les consommateurs, et qu'elles cherchent à préserver leurs marges bénéficiaires, elles pourraient être incitées à réduire leurs effectifs et à mettre en œuvre des plans d'économie. Dans un tel scénario, les licenciements massifs entraîneraient une dégradation du marché de l'emploi, avec des répercussions négatives sur la consommation des ménages et, *in fine*, sur la croissance économique du pays.

2. LES PREMIERS EFFETS DE LA POLITIQUE TARIFAIRE DE D. TRUMP SE FONT RESSENTIR SUR LES (ANTICIPATIONS DE) PRIX.

La mise en place de droits de douane records par l'administration Trump étant récente, l'effet sur les données d'inflation observée ne s'est pas fait ressentir et la lente désinflation se poursuit (variation sur un an du PCE hors éléments volatils à fin mars : +2,7% contre +2,9% fin 2024).

En revanche, les enquêtes auprès des entreprises montrent une hausse notable des prix payés, aussi bien dans l'industrie que dans les services, qui devrait impacter le consommateur dans les mois à venir (cf. schéma 2).

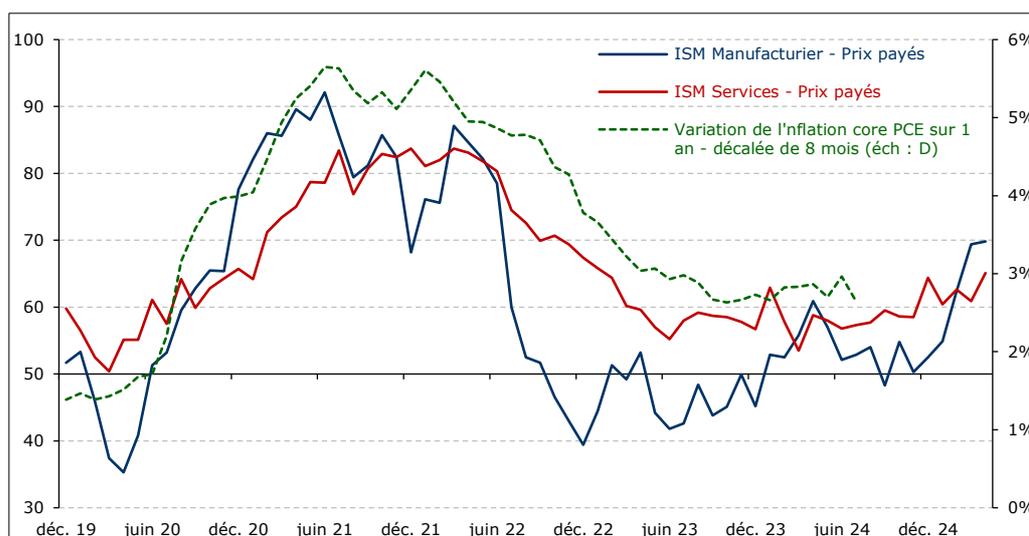


Schéma 2 : Évolution de la composante « prix payés » des indices ISM manufacturier et des services face à l'inflation PCE core (décalée de 8 mois).
(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

L'inflation américaine peut-elle repartir durablement à la hausse ?

À court terme, il semble inévitable de voir les prix repartir à la hausse aux États-Unis sous l'effet de l'augmentation des droits de douane. Les biens, directement visés par les politiques tarifaires, devraient être les premiers concernés. L'impact sur les services semble, selon nous, plus incertain. En effet, les prix de ces derniers sont principalement impactés par deux facteurs : le coût de la main-d'œuvre et la demande.

Le premier facteur, bien qu'en baisse depuis des mois (indice du coût de l'emploi : +3,6% sur un an à la fin du 1^{er} trimestre contre +4,2% un an plus tôt), pourrait subir une pression haussière sous le double effet de la raréfaction de la main-d'œuvre et d'une augmentation de la pression salariale.

La trajectoire de la demande dépendra quant à elle du revenu disponible des ménages ainsi que de leur envie de consommer. Sur ce dernier point, les récents soubresauts politiques et économiques pourraient les amener à privilégier la prudence.

Enfin et surtout, nous estimons que les nouveaux droits de douane seront de nature à ralentir l'économie américaine. Cette détérioration viendra peser sur le marché de l'emploi et empêchera les salaires de repartir durablement à la hausse.

Dans ces conditions, l'augmentation de l'inflation devrait être temporaire, d'autant plus que la FED veille au grain et ne devrait pas procéder à de nouveaux assouplissements monétaires tant que l'inflation ne repartira pas nettement à la baisse ou que l'emploi ne montrera pas de signes de dégradation.

3. LE MARCHÉ ANTICIPE DEUX BAISES DE TAUX SUPPLÉMENTAIRES DE LA PART DE LA BCE CETTE ANNÉE.

Depuis plusieurs mois, le discours de la BCE a connu une inflexion notable, délaissant progressivement son ton résolument restrictif au profit d'une posture plus accommodante. Ce changement s'explique principalement par les peurs d'un ralentissement économique provoqué par la guerre commerciale américaine.

L'inflation sous-jacente continue de reculer, tandis que les projections de la BCE de mars dernier tablent sur une inflation moyenne de +2,3% en 2025, +1,9% en 2026 et +2,0% en 2027, confirmant une dynamique désinflationniste. Dans ce contexte, les marchés anticipent désormais un taux terminal à 1,75% atteint d'ici fin 2025, soit deux baisses de taux supplémentaires cette année (cf. schéma 3).

Est-ce crédible ?

Cette hypothèse semble confortée par la faiblesse persistante de la croissance dans la zone euro, où l'activité reste modérée et la demande intérieure en manque de dynamisme. Par ailleurs, la baisse des prix des matières premières, l'appréciation de l'euro et l'intensification de la concurrence des importations asiatiques contribuent à limiter les tensions inflationnistes, et renforcent la marge de manœuvre de la BCE. Cela pourrait justifier un soutien monétaire accru en l'absence d'un véritable plan de relance budgétaire à court terme.

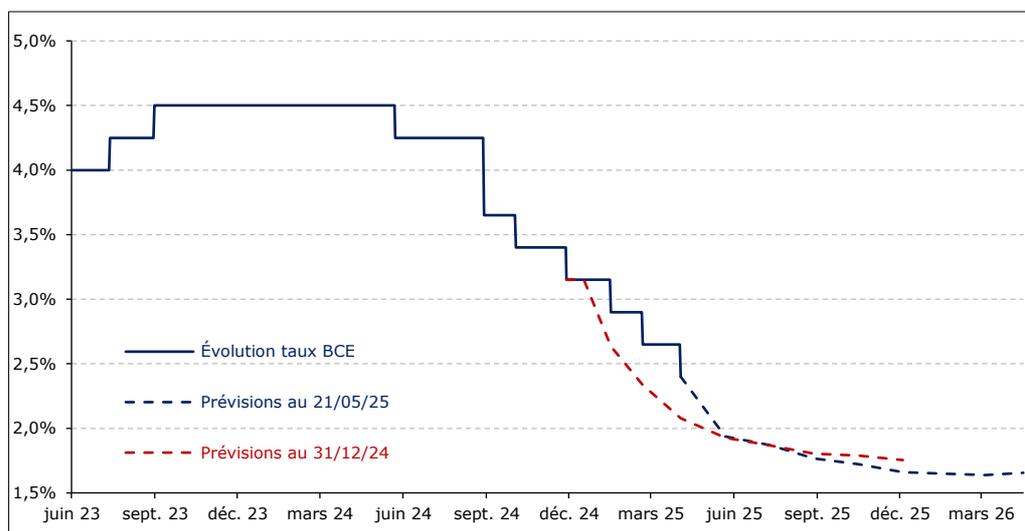


Schéma 3 : Évolution du taux refinancement de la BCE et anticipations du marché au 31/12/24 et 21/05/25.

(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Plusieurs éléments incitent à nuancer la crédibilité d'un scénario plus accommodant. L'inflation, bien qu'en repli, reste encore légèrement supérieure à la cible. En particulier, l'inflation des services reste proche de +4% depuis plus d'un an, réduisant ainsi la marge de manœuvre pour un assouplissement monétaire plus marqué.

Par ailleurs, les risques de rebond des prix demeurent présents, notamment en cas de retour des tensions sur les prix de l'énergie ou de perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. De plus, des plans de relance budgétaire sont attendus pour fin 2025-début 2026, et la BCE pourrait chercher à conserver une certaine marge d'action à moyen terme pour ne pas se retrouver contrainte en cas de reprise vigoureuse de l'activité.

Enfin, une divergence excessive avec la Fed, qui maintient une politique monétaire plus stricte, risquerait d'affaiblir l'euro, renchérir le coût des importations et raviver les tensions inflationnistes. Dans ce contexte, si le scénario de deux baisses paraît plausible, une trajectoire plus agressive semble moins réaliste sans un ralentissement plus marqué de la croissance européenne.