



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 droits de douane américains atteignent un niveau qui n'avait plus été observé depuis près d'un siècle. Cette hausse impactera-t-elle principalement les marges des entreprises ou le pouvoir d'achat des consommateurs ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

2. La BCE évoque une possible fin de son cycle de baisse des taux, tandis que les marchés continuent d'anticiper une nouvelle réduction. Quels sont les enjeux de la guerre commerciale sur la politique monétaire ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

3. Malgré des valorisations plus faibles et un momentum économique favorable, les actions de la zone euro ont sous-performé leurs homologues américaines au T2. Pourquoi ce découplage et faut-il s'attendre à un rattrapage des indices européens ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

1. LES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS ATTEIGNENT UN NIVEAU QUI N'AVAIT PLUS ÉTÉ OBSERVÉ DEPUIS PRÈS D'UN SIÈCLE.

À l'heure où nous écrivons ce papier, le taux effectif moyen des droits de douane appliqués aux produits entrants aux États-Unis est proche de 15% (cf. schéma 1). Bien que les négociations soient encore en cours entre l'administration américaine et nombre de ses partenaires commerciaux, il semble désormais évident que le taux moyen final sera supérieur à celui qui prévalait avant le retour de D. Trump au pouvoir.

En effet, le président américain a fait le choix d'utiliser les droits de douane comme l'une des sources de financement du budget fédéral, et à ce titre aura besoin d'un taux relativement élevé afin de financer les baisses d'impôts et les hausses de dépenses prévues dans le nouveau budget (« *Big Beautiful Act* »). Désormais, les différentes anticipations tablent sur un taux moyen final qui devrait s'établir entre 10% et 15%, avec de grandes disparités entre pays et produits taxés.

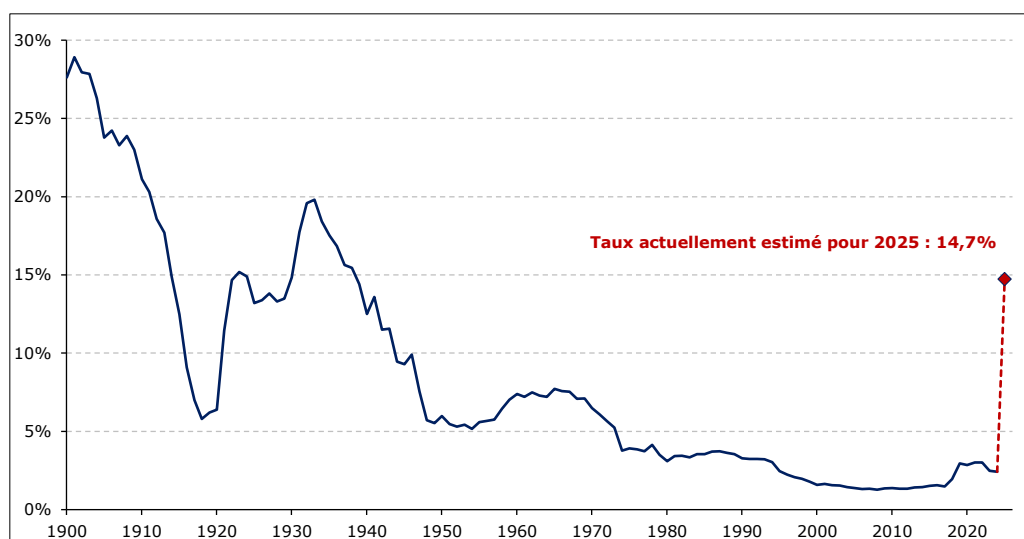


Schéma 1 : Évolution du taux effectif moyen des droits de douane aux États-Unis depuis 1900.

(Source : The Budget Lab at Yale)

Cette hausse impactera-t-elle principalement les marges des entreprises ou le pouvoir d'achat des consommateurs ?

Selon un sondage réalisé par la FED de New York datant de mai, 31% des entreprises manufacturières et 45% des sociétés de services déclarent vouloir répercuter la totalité de la hausse des coûts due aux nouveaux droits de douane sur leurs clients. Plus surprenant, ces mêmes entreprises comptent reporter les hausses de tarifs douaniers, aussi bien sur les produits et services qui y sont directement soumis que sur ceux qui ne le sont pas.

Si l'on considère les enquêtes économiques ainsi que différentes déclarations de dirigeants d'entreprises, ces derniers semblent vouloir préserver leur niveau de marges au détriment de leurs clients. Reste à savoir si les consommateurs auront la capacité d'absorber l'entièreté de ces hausses de prix. Sur ce dernier point, le doute est permis. En effet, les consommateurs américains sont très marqués par la période de forte inflation qu'ils viennent de traverser, et seront très sensibles à toute nouvelle hausse des prix.

Dans ce contexte, il est probable que la capacité des entreprises à transférer la hausse des prix des intrants soit moindre que lors du premier mandat de D. Trump (2017-2021). Dès lors, les hausses engendrées par l'augmentation des droits de douane devraient être réparties entre consommateurs et entreprises, avec une part plus importante pour ces dernières que ce qui a été observé récemment. La répartition entre les deux dépendra de la capacité de chaque entreprise à augmenter ses prix sans trop peser sur la demande.

2. LA BCE ÉVOQUE UNE POSSIBLE FIN DE SON CYCLE DE BAISSSE DES TAUX, TANDIS QUE LES MARCHÉS CONTINUENT D'ANTICIPER UNE NOUVELLE RÉDUCTION.

La Banque centrale européenne (BCE) a procédé à une 8^e baisse consécutive des taux directeurs. Cette politique a été une réponse à une période inflationniste causée par une guerre en Europe et une crise énergétique. Ce cycle de resserrement monétaire, déclenché face à des chocs multiples, laisse place à un nouveau chapitre. Désormais, les incertitudes sont d'une autre nature. La BCE entre dans une période dominée par les tensions économiques et géopolitiques mondiales, avec en toile de fond la guerre commerciale relancée par D.Trump. Ce changement de contexte impose une adaptation progressive de la politique monétaire.

Quels sont les enjeux de la guerre commerciale sur la politique monétaire ?

Les décisions de politique monétaire sont guidées par les perspectives d'inflation. À ce stade, l'inflation dans la zone euro poursuit son repli (cf. schéma 2), guidée par le ralentissement de la hausse des salaires et par plusieurs facteurs externes. L'appréciation de l'euro face au dollar (+12% depuis le début de l'année) a contribué à atténuer le coût des importations, en particulier pour les matières premières et les produits libellés en devises étrangères. Par ailleurs, l'impact des nouveaux tarifs imposés par la Maison Blanche sur la production chinoise incite cette dernière à reporter ses capacités industrielles vers ses autres partenaires commerciaux. Le renforcement des flux commerciaux avec la Chine continue d'exercer une pression désinflationniste. La guerre commerciale ne génère pas pour le moment d'effet inflationniste dans la zone euro.

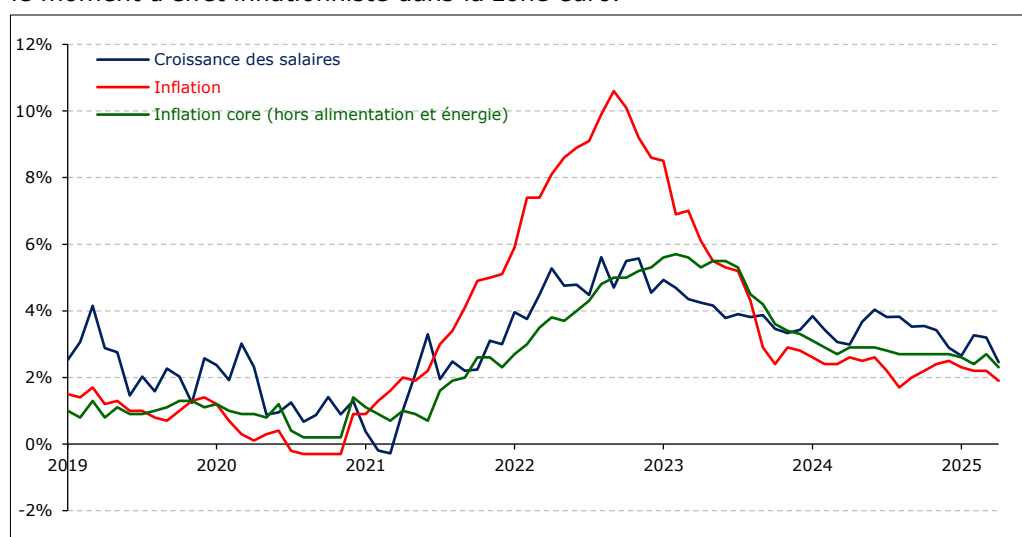


Schéma 2 : Croissance annuelle des salaires, inflation et inflation core, 2019-2025.

(Source : Bloomberg)

Cependant, l'instauration de nouveaux tarifs douaniers soulève des risques importants pour la croissance de la zone euro, en particulier pour les économies fortement exportatrices comme l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas. Ces pays dépendent de la demande extérieure, notamment américaine, pour soutenir leur activité industrielle. Un ralentissement des échanges transatlantiques pèserait directement sur leur contribution à la croissance régionale, fragilisant davantage une zone euro déjà confrontée à un environnement mondial incertain.

Bien que centrée sur la stabilité des prix, la BCE prend en compte la croissance dans ses projections économiques. Une nette révision à la baisse de l'activité, actuellement attendue à +0,9%, pourrait fragiliser la croissance et conduire à une nouvelle baisse des taux.

3. MALGRÉ DES VALORISATIONS PLUS FAIBLES ET UN MOMENTUM ÉCONOMIQUE FAVORABLE, LES ACTIONS DE LA ZONE EURO ONT SOUS-PERFORMÉ LEURS HOMOLOGUES AMÉRICAINES AU T2.

Au cours du premier trimestre 2025, les actions européennes ont nettement surperformé les valeurs américaines (+16% en relatif et en monnaie commune). Cette surperformance a été concomitante à une amélioration du *momentum* de surprises économiques en zone euro par rapport aux États-Unis et a été renforcée en fin de période par les annonces de soutien budgétaire à l'économie allemande.

Après une pause au second trimestre, la tendance a repris son cours depuis plus d'un mois sur le différentiel de surprises économiques, mais les actions européennes n'en ont pas profité et perdent progressivement les gains relatifs enregistrés cette année.

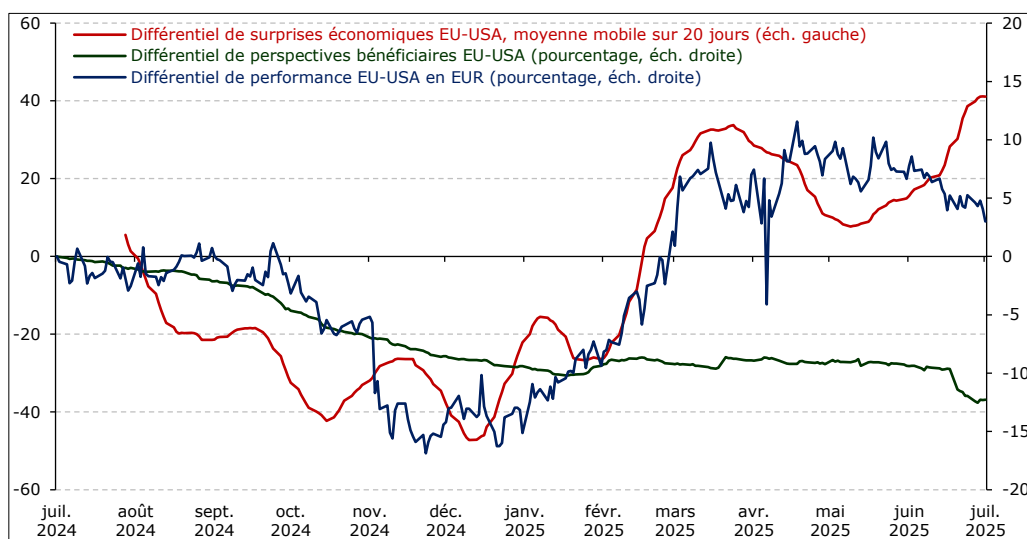


Schéma 3 : Évolution des différentiels de performance, de surprises économiques et de perspectives bénéficiaires à 12 mois entre la zone euro et les États-Unis.
(Sources : HOMA Capital, Bloomberg, Citibank)

Pourquoi ce découplage et faut-il s'attendre à un rattrapage des indices européens ?

La grande différence dans le mouvement récent provient des perspectives bénéficiaires. En effet, bien que le mouvement ait été léger, le T1 a vu les bénéfices anticipés sur les 12 prochains mois des entreprises de l'Euro Stoxx 50 progresser plus rapidement que ceux des sociétés du S&P 500 (cf. schéma 3). Dans un contexte où les valorisations en zone euro étaient très déprimées, cela a suffi pour déclencher un rallye d'une rare intensité.

Malheureusement, cette dynamique ne s'est pas avérée pérenne et le rallye des actions européennes est resté un mouvement ne reposant que sur une expansion des valorisations. Si bien que les principaux indices européens se maintiennent depuis sur des niveaux de cherté équivalents aux plus hauts historiques observés avant la crise du Covid.

L'amélioration récente des surprises économiques de la zone euro par rapport à celles des États-Unis est bien différente de celle observée en début d'année. En premier lieu car le mouvement ne correspond pas à une amélioration absolue des surprises en zone euro, mais uniquement sur une dégradation de celles observées aux États-Unis. En second lieu, car les perspectives bénéficiaires en zone euro ont récemment été dégradées que ce soit dans l'absolu ou en relatif.

Ainsi, le rattrapage boursier des marchés européens ne pourra se manifester qu'en présence d'une amélioration pérenne des bénéfices des entreprises du vieux continent. Ces derniers étant très dépendants de la conjoncture internationale, une telle tendance paraît peu probable tant que les incertitudes générées par la guerre commerciale persisteront.