



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 de la consommation américaine a ralenti en 2025. Quelles en sont les causes principales ? Quels éléments pourraient inverser la tendance ?

Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié

2. L'inflation en zone euro se rapproche de l'objectif de la BCE, tandis que plusieurs indicateurs économiques montrent des signes d'amélioration. Cela marque-t-il la fin du cycle d'assouplissement monétaire ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

3. La France reste confrontée à une forte instabilité politique. Quelles répercussions peut-on attendre sur l'économie française ? Une prime de risque durable est-elle en train de s'installer sur les actifs français ?

Par David Guichard-Rein – Responsable de la gestion privée

1. LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION AMÉRICAINE A RALENTI EN 2025.

Depuis le début de l'année, les consommateurs se montrent prudents. Comme le précise l'agence de notation *Fitch*, la consommation a ralenti à un rythme annualisé de +1,6% au premier semestre 2025, contre +2,8% en 2024, et sur les trois mois se terminant en juillet, la croissance annualisée s'est encore affaiblie à +1,0%.

Quelles en sont les causes principales ?

Le ralentissement de la consommation résulte de plusieurs facteurs. Les ménages disposent de moins d'épargne de précaution, tandis que la progression des salaires réels s'essouffle, limitant leur pouvoir d'achat. L'inflation sur les biens, amplifiée par la hausse des droits de douane, pèse également sur les dépenses courantes. Certes, l'impact direct des tarifs douaniers reste pour l'instant limité, les entreprises n'ayant pas entièrement répercuté l'augmentation des prix d'importation sur le consommateur, mais cette perspective a déjà entamé la confiance (cf. schéma 1).

Par ailleurs, le marché du travail montre des signes d'essoufflement : le nombre d'offres d'emploi est désormais inférieur à celui des chômeurs, entraînant un ralentissement de la croissance salariale ce qui confirme l'indicateur de croissance des salaires publié par la Fed d'Atlanta, le *Wage Tracker*. Enfin, la hausse des taux d'intérêt immobiliers renchérit le coût du crédit et limite la capacité des ménages à financer de nouveaux achats, contribuant à freiner la demande globale.

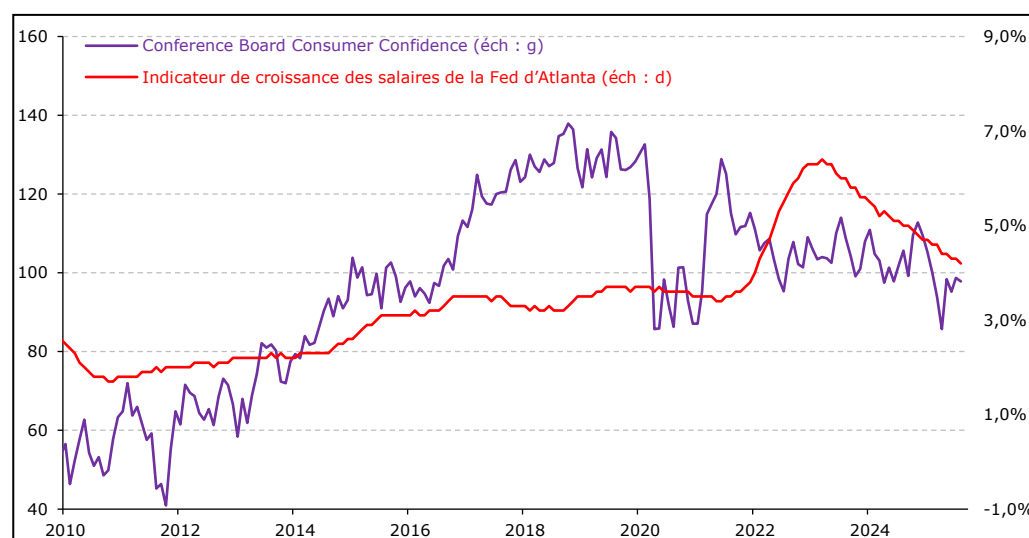


Schéma 1 : Indicateur de confiance des consommateurs publié chaque mois par *The Conference Board* et croissance mensuelle des salaires calculée par la Fed d'Atlanta, 2010-2025.
(Source : *Bloomberg*)

Quels éléments pourraient inverser la tendance ?

La consommation américaine pourrait connaître un retournement positif si plusieurs facteurs favorables se matérialisaient. La signature d'accords commerciaux avec les principaux partenaires des États-Unis permettrait de réduire les incertitudes et de stimuler l'activité, renforçant ainsi la confiance des entreprises dans leurs perspectives économiques. Du côté des consommateurs, la baisse des anticipations d'inflation contribuerait à restaurer la confiance, encourageant davantage de dépenses. Par ailleurs, le ralentissement des salaires met plusieurs mois à se faire sentir, mais les ajustements attendus lors des entretiens annuels pourraient redonner un nouvel élan au pouvoir d'achat. Cette combinaison d'améliorations pour les ménages et d'un environnement plus prévisible pour les entreprises, notamment pour planifier investissements et embauches, pourrait créer un cercle vertueux soutenant la consommation et donc la croissance économique.

2. L'INFLATION EN ZONE EURO SE RAPPROCHE DE L'OBJECTIF DE LA BCE, TANDIS QUE PLUSIEURS INDICATEURS ÉCONOMIQUES MONTRENT DES SIGNES D'AMÉLIORATION.

La BCE affiche sa confiance quant à l'atteinte de son objectif d'inflation dans les prochains mois. Ses dernières prévisions, publiées au début du mois de septembre, tablent sur une inflation sous-jacente de +2,4% pour 2025, +1,9% pour 2026 et +1,8% pour 2027. C. Lagarde et ses collègues ne semblent pas s'inquiéter de voir l'inflation passer sous leur cible pour les deux prochaines années. Cela s'explique par le fait que la cible des +2,0% serait réatteinte dès le 4^{ème} trimestre 2027, si l'on en croit leur prévision.

Sur le front de la croissance, la présidente de la BCE a évoqué lors de son dernier discours un « rééquilibrage des risques », sous-entendant une amélioration de la visibilité.

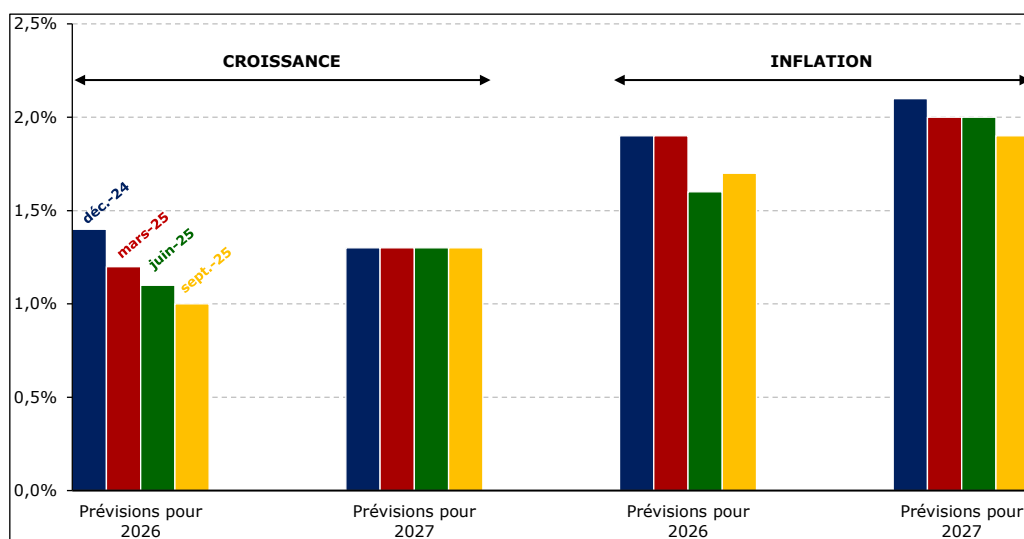


Schéma 2 : Évolution des prévisions de croissance et d'inflation (IPCH).
(Source : Banque Centrale Européenne)

Cela marque-t-il la fin du cycle d'assouplissement monétaire ?

Les indicateurs avancés pour la zone euro montrent des signes d'amélioration après le trou d'air observé en début d'année, à l'image du PMI composite qui est à son plus haut depuis le mois de mai de l'année dernière (51,2). Cette embellie est à mettre au crédit du nouvel accord commercial conclu entre les États-Unis et l'Union européenne qui a contribué à réduire l'incertitude, ainsi qu'à une demande intérieure prévue en hausse et aux conditions de financement moins restrictives.

Avec une inflation proche de la cible de la BCE et une croissance résistante, sans pour autant être flamboyante, l'atterrissage de l'économie européenne semble être en bonne voie. Dès lors, rien ne semble pousser pour une nouvelle baisse des taux directeurs du côté de Francfort.

En effet, les taux d'intérêt se trouvent actuellement dans la zone que l'institution considère comme « neutre » (1,75%-2,25%). Une nouvelle baisse n'est pas à exclure mais ne sera considérée que dans le cas d'une dégradation des anticipations de croissance en zone euro pour les années à venir. Les dernières projections de la BCE (cf. schéma 2) tablent sur une croissance de +1,2% pour l'année en cours (+0,3% par rapport à la projection de juin), +1,0% pour 2026 (-0,1% par rapport à la projection de juin) et +1,3% pour 2027 (inchangé).

Plusieurs éléments pourraient venir mettre en péril cette fragile amélioration : un ralentissement marqué de l'économie américaine, une demande intérieure moins soutenue que prévue... Si l'un ou plusieurs de ces événements advenaient, alors la BCE pourrait revoir ses anticipations de croissance et baisser ses taux directeurs. Nous estimons cela très probable au cours des 6 prochains mois.

3. LA FRANCE RESTE CONFRONTÉE A UNE FORTE INSTABILITÉ POLITIQUE.

Fragmentation parlementaire, réformes bloquées, tensions sociales : la France s'installe dans une zone d'instabilité politique chronique. Contrairement à d'autres épisodes passés, il ne s'agit plus d'une parenthèse, mais bien d'une caractéristique durable du paysage institutionnel français. Cette incertitude se traduit par une prime de risque accrue sur la dette souveraine et par une méfiance envers certains actifs domestiques. L'économie, déjà fragilisée par des taux élevés et une dette record, pourrait en payer durablement le prix (cf. schéma 3).

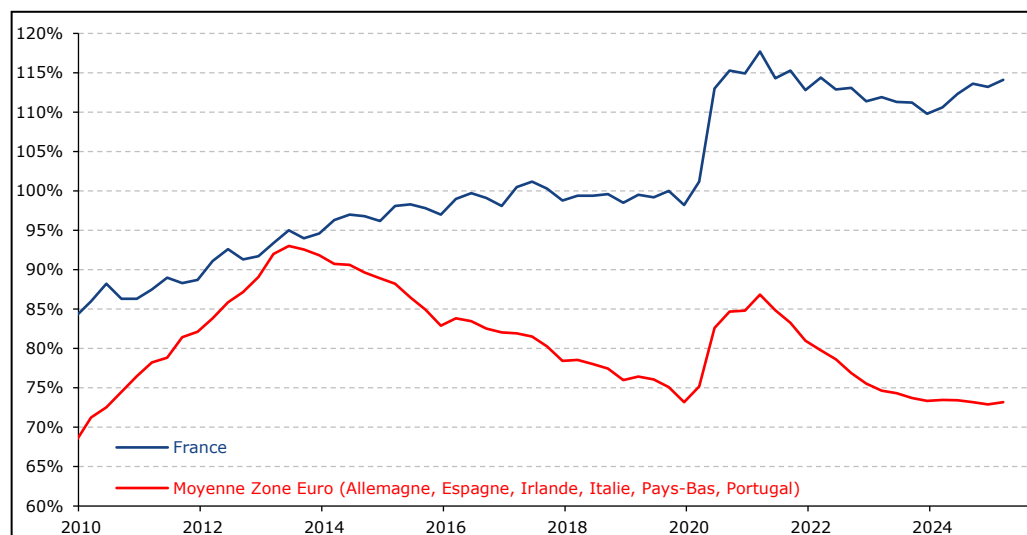


Schéma 3 : Évolution du ratio Dette publique / PIB de la France comparé aux principales économies de la zone euro.
(Source : Eurostat, Bloomberg)

Quelles répercussions peut-on attendre sur l'économie française ?

L'instabilité politique devient un facteur de risque à intégrer dans les décisions d'allocation, au même titre que les variables économiques traditionnelles.

Les effets de cette incertitude sont déjà là. La confiance des ménages, des investisseurs et des entreprises s'érode, ce qui pèse sur les décisions de consommation et d'investissement. Dans un environnement où les taux d'intérêt restent élevés et où la demande mondiale ralentit, le climat politique agit comme un frein supplémentaire à une croissance déjà modeste.

À cela s'ajoute l'incapacité à engager des réformes de long terme. Fiscalité, retraites, transition énergétique : chaque chantier se heurte à des blocages politiques. Le risque est celui d'un décrochage progressif de la France par rapport à d'autres grandes économies européennes qui, malgré leurs propres difficultés, parviennent à maintenir un cap réformateur plus lisible.

Une prime de risque durable est-elle en train de s'installer sur les actifs français ?

Les marchés financiers traduisent déjà cette perception accrue du risque.

Sur les marchés obligataires, l'écart de rendement entre l'OAT française à dix ans et le Bund allemand s'est creusé, signe que les investisseurs demandent une rémunération plus élevée pour prêter à la France. Ce spread, longtemps contenu autour de 30-40 points de base, a franchi de nouveaux seuils, reflétant une prime de risque politique et budgétaire.

Sur les marchés actions, les valeurs domestiques souffrent davantage que les grands groupes exportateurs du CAC 40, relativement protégés par leur diversification internationale. Les flux de capitaux, eux, se déploient vers les autres marchés de la zone euro, jugés plus prévisibles et plus stables politiquement.

Vers une décote structurelle des actifs français ?

La question centrale est celle de la durabilité. Les marchés savent relativiser des épisodes ponctuels d'instabilité politique, à condition qu'un compromis se dégage ensuite. Mais le cas français est particulier : il combine un paysage politique durablement fragmenté et une situation budgétaire fragile.

Ce double handicap suggère que la prime de risque française pourrait s'installer dans le temps, avec un spread OAT-Bund durablement supérieur à sa moyenne historique. Concrètement, cela signifie un coût de financement plus élevé pour l'État, des conditions de crédit plus tendues pour les entreprises, et une attractivité amoindrie pour les investisseurs étrangers.

L'instabilité politique française dépasse désormais le champ institutionnel : elle est devenue une donnée macro-financière. Si le pays ne parvient pas à rétablir un minimum de visibilité et de crédibilité budgétaire, ses actifs risquent de se négocier avec une décote durable par rapport à ses voisins européens. Autrement dit, la France paierait plus cher son instabilité, non seulement en termes politiques, mais aussi en termes économiques et financiers.