



**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 consommation aux États-Unis montre des signes de ralentissement, tandis que plusieurs facteurs laissent craindre une possible réaccélération de l'inflation. La consommation pourra-t-elle faire preuve de résilience dans ce contexte ? Les risques de stagflation et de correction sur les marchés actions sont-ils fondés ?

*Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion*

2. L'Europe entre dans une phase de fragilisation industrielle. Le protectionnisme prévu par la Commission européenne peut-il infléchir cette trajectoire ?

*Par Matthieu Massie – Analyste obligataire*

3. Le conflit avec l'Iran ravive le risque d'un choc d'offre global sur les marchés de matières premières. Quels pays et acteurs économiques sont les mieux placés pour résister à un conflit durable ?

*Par Yulia Sazonova – Gérante diversifié*

## 1. LA CONSOMMATION AUX ÉTATS-UNIS MONTRE DES SIGNES DE RALENTISSEMENT, TANDIS QUE PLUSIEURS FACTEURS LAISSENT CRAINDRE UNE POSSIBLE RÉACCELÉRATION DE L'INFLATION.

Depuis près d'un an, la consommation des ménages américains montre des signes de ralentissement sans pour autant craquer. À titre illustratif, la variation des dépenses réelles des consommateurs sur un an est passée de +3,3% en janvier 2025 à +2,4% en janvier 2026. La diminution est moins marquée sur les services que sur les biens qui sont directement impactés par l'augmentation des droits de douane.

Le conflit actuel au Moyen-Orient et la perturbation des flux pétroliers qui en découle ont poussé le prix du baril bien au-dessus des \$100. La remontée des coûts énergétiques pourrait avoir un impact négatif sur la confiance des agents économiques, et viendra alimenter les pressions inflationnistes déjà à l'œuvre (cf. schéma 1).

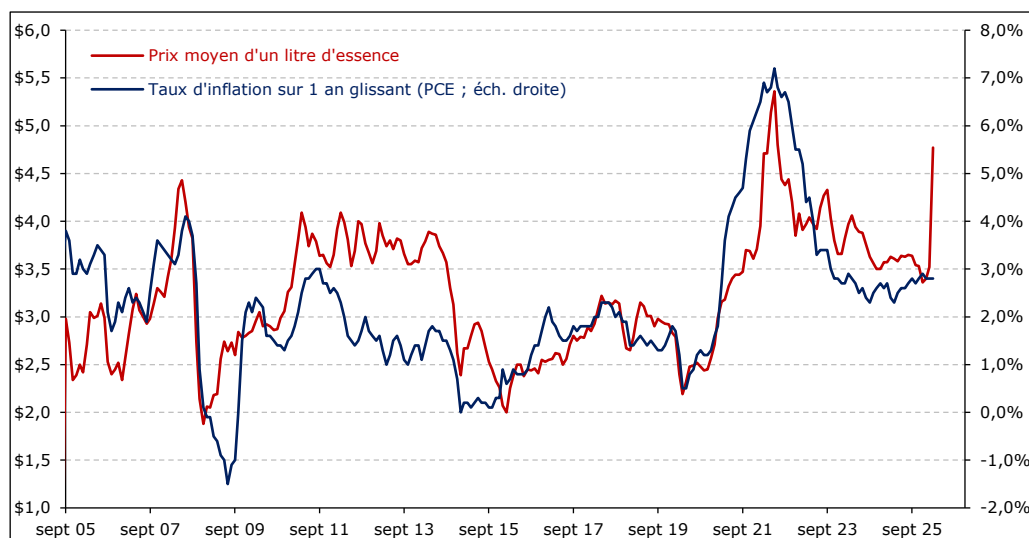


Schéma 1 : Variation du prix de l'essence et de l'inflation aux États-Unis depuis 2005.

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

### La consommation pourra-t-elle faire preuve de résilience dans ce contexte ?

Rien n'est moins sûr car la résurgence du risque géopolitique arrive dans un contexte de ralentissement de l'économie américaine. En effet, la dégradation récente du marché de l'emploi couplée à la remontée des prix sous l'effet des politiques tarifaires, se sont traduites par une baisse des dépenses des ménages, principalement les plus modestes. La hausse récente du prix de l'essence apparaît comme un nouveau coup dur pour le pouvoir d'achat des foyers américains.

Au même moment entreront en vigueur les mesures de relance fiscale prévues dans la loi dite « *One Big Beautiful Bill Act* » (OBBBA) de l'administration Trump, qui viendront en soutien de la consommation des ménages les plus aisés.

Dans ce contexte, une dégradation progressive de la consommation apparaît comme le scénario le plus probable, en particulier pour les ménages les plus modestes, déjà en première ligne.

---

### Les risques de stagflation et de correction sur les marchés actions sont-ils fondés ?

Au vu de tout ce qui précède, un ralentissement économique pourrait advenir en cas de nouveau fléchissement de la demande et se matérialiser sous l'effet d'une hausse prolongée des prix des matières premières et/ou d'une dégradation du marché du travail.

Parallèlement, plusieurs conditions propices à un environnement inflationniste persistant semblent actuellement réunies : hausse des prix sous l'effet des droits de douane, remontée des coûts énergétiques, et relance fiscale via l'OBBBA.

Pour autant, le scénario de stagflation nous paraît écarté sous la Fed actuelle. Cette dernière se trouve face à un dilemme délicat : baisser les taux pour soutenir une économie qui ralentit risque de raviver l'inflation, tandis que les maintenir accentue la pression sur la croissance et l'emploi. Marqués par l'épisode de 2022, ses membres se montreront résolument vigilants face à toute résurgence inflationniste.

Ce cadre d'analyse devra cependant être réévalué à partir de mai et l'arrivée probable de Kevin Warsh à la présidence de la Fed. Dans un contexte où l'administration exercera une pression explicite pour obtenir des baisses de taux, un virage accommodant de la Fed ne peut être exclu. Cela rouvrirait le risque stagflationniste que nous écartions jusqu'ici.

Avec les risques actuels sur la croissance et l'inflation, les perspectives de bénéfices des entreprises pourraient être revues à la baisse, ce qui entraînerait probablement une baisse des marchés actions.

## 2. L'EUROPE ENTRE DANS UNE PHASE DE FRAGILISATION INDUSTRIELLE.

La part de l'industrie manufacturière dans le PIB de la zone euro est passée de 17,4% en 2000 à 14,3% en 2024, alors qu'elle représente encore 18,3% des emplois. Pourtant, ses parts de marché à l'exportation (extra-UE) se maintiennent autour de 14% sur la même période (cf. schéma 2) là où les États-Unis ont perdu 6 points et le Japon autant. La résistance est réelle, mais elle masque une accumulation de fragilités.

Plusieurs éléments l'expliquent. Depuis 2022, le prix de l'électricité industrielle est en moyenne 2,5 fois plus élevé en Europe qu'en Chine ou aux États-Unis, amputant directement les marges des industries énergivores. Sur le plan technologique, l'Europe continue de former des ingénieurs en nombre, mais peine à les retenir. Son effort de R&D reste en retrait, à 2,2% du PIB, contre 3,5% aux États-Unis et 2,7% en Chine. Ce retard se lit dans les brevets, les déposants européens ne représentant que 5,6% du total mondial, contre 16,8% pour les États-Unis et 47,2% pour la Chine. À cela s'ajoutent des marchés de capitaux fragmentés, qui privent l'industrie des financements nécessaires pour rivaliser à l'échelle mondiale. Surtout, à la différence des États-Unis, l'Europe n'a pas fait émerger de secteur technologique capable de compenser l'érosion relative de sa base industrielle.

À ces fragilités internes s'ajoute une pression externe supplémentaire via le change. L'euro évolue au-dessus de 1,15 USD, à portée du seuil de 1,20 que certains membres de la BCE jugent critique pour la compétitivité. En renchérissant les exportations hors zone, cette appréciation accroît la pression sur des marges déjà sous tension.

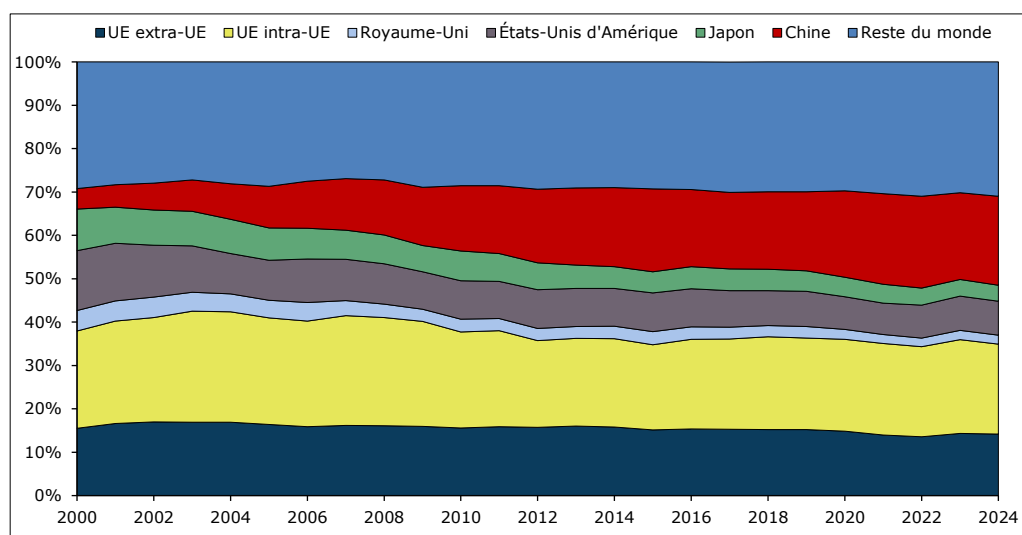


Schéma 2 : Parts de marché dans les exportations manufacturières mondiales, en % du total (2000-2024).

(Sources : HOMA Capital ; OMC)

Le protectionnisme prévu par la Commission européenne peut-il infléchir cette trajectoire ?

À court terme, son impact nous paraît limité. Les instruments tarifaires n'agissent pas sur les écarts de productivité structurels, et les acteurs étrangers disposent de leviers suffisants pour en contourner une partie de la portée. À moyen terme, les initiatives récentes marquent un changement de doctrine réel, qu'il s'agisse des mécanismes de contenu local, du filtrage renforcé des investissements étrangers ou des premiers programmes de souveraineté industrielle. Mais elles ne répondent pas, à elles seules, aux causes profondes du décrochage relatif européen. Une reprise durable de la compétitivité exigerait une convergence des coûts énergétiques, un approfondissement du marché unique des capitaux et une montée en gamme hors-prix. Le protectionnisme peut ralentir la dégradation, il ne peut pas restaurer, à lui seul, la compétitivité européenne.

### 3. LE CONFLIT AVEC L'IRAN RAVIVE LE RISQUE D'UN CHOC D'OFFRE GLOBAL SUR LES MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES.

Le conflit opposant les États-Unis et Israël à l'Iran a ravivé les tensions sur les marchés énergétiques mondiaux. Les flux transitant par le détroit d'Ormuz demeurent fortement perturbés, tandis que des frappes ont ciblé des infrastructures gazières régionales, accentuant les tensions sur l'approvisionnement. Ces perturbations ont propulsé le Brent autour de \$100 le baril, contre environ \$60 en début d'année, et l'indice « *Baltic Dirty Tanker* » a progressé de +91% depuis le déclenchement du conflit (cf. schéma 3).

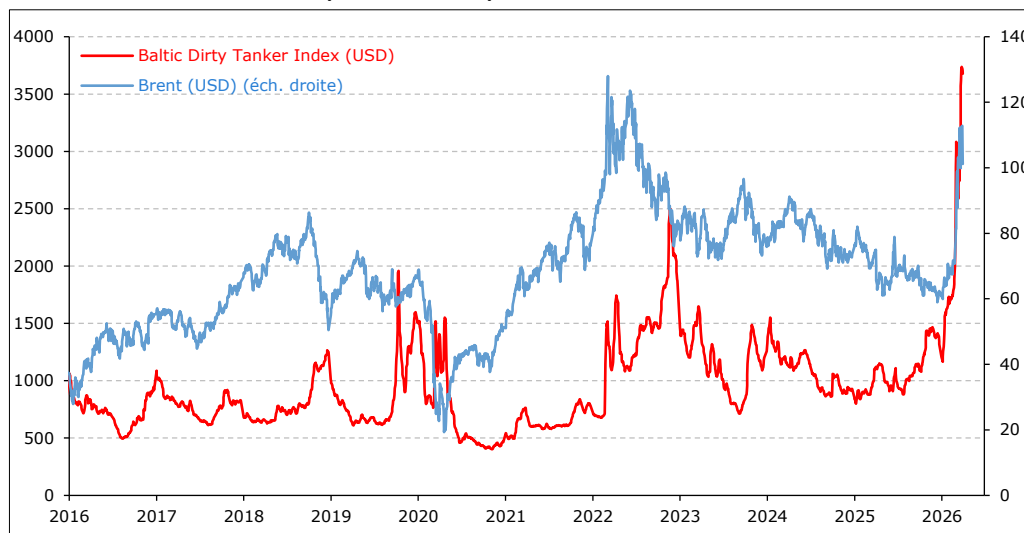


Schéma 3 : Evolution quotidienne des prix du pétrole (Brent) et du coût du fret maritime (Indice *Baltic Dirty Tanker*) (1 avril 2016 - 31 mars 2026).

(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Ce choc dépasse le seul marché pétrolier. D'une part, la région représente une proportion critique de plusieurs matières industrielles et agricoles essentielles : 22% de l'urée mondiale, intrant direct de la fertilisation agricole, et 45% du soufre, utilisé dans la production d'acide sulfurique et le raffinage des métaux. D'autre part, les perturbations logistiques du Golfe renchérissent les coûts de transport maritime, avec des répercussions potentielles sur les prix à la production, puis à la consommation. Le sujet n'est donc plus seulement celui d'une hausse du brut, mais d'un choc d'offre dont les canaux de transmission restent partiellement ouverts.

**Quels pays et acteurs économiques sont les mieux placés pour résister à un conflit durable?**

La résilience économique face au conflit en Iran se manifeste à plusieurs niveaux : géographique, sectoriel et politique. Les exportateurs d'énergie, comme le Brésil ou le Mexique, bénéficient directement de la hausse des prix, tandis que les importateurs résilients, tels que l'Inde, disposent de réserves financières, de stocks pétroliers et d'une diversification des approvisionnements qui limitent la transmission du choc énergétique à l'économie.

Au niveau sectoriel, les grandes compagnies pétrolières peuvent accroître leurs marges lorsque les prix dépassent les coûts d'extraction. En Europe, la souveraineté énergétique pourrait orienter les investissements vers les énergies renouvelables, tandis que les *hedge funds* et les assureurs profitent de la volatilité des marchés et de la demande pour des couvertures géopolitiques et énergétiques.

Enfin, le conflit pourrait produire des effets politiques indirects, le prix élevé de l'essence avant une élection exacerbant la frustration d'un électorat déjà confronté à la hausse du coût de la vie. Aux États-Unis, bien que l'administration soit pénalisée par cette conjoncture, certains acteurs, en particulier les démocrates au Congrès, pourraient tirer parti de la situation.