Lettre mensuelle

Septembre 2019

Évolution de la conjoncture

Marc-Antoine COLLARD
Chef économiste, Directeur de la recherche

Confrontées à d'importants risques politiques et des tensions commerciales croissantes, les Banques centrales ont décidé de (re)mettre en place des mesures de soutien. Cet appui a rassuré certains investisseurs entretenant l'espoir que le ralentissement du rythme de croissance de l'économie mondiale sera dès lors freiné. En revanche, l'appréciation continue du dollar, l'effondrement des taux souverains mondiaux et l'inversion marquée de la pente des taux américains sont autant d'éléments révélant le doute sur l'efficacité réelle de l'assouplissement monétaire attendu.

Les révisions à la baisse de la croissance mondiale se poursuivent – incluant même les États-Unis dont certains avaient pourtant prédit un découplage par rapport au cycle mondial – avec en toile de fond un Président américain aux agissements économiques et géostratégiques de plus en plus imprévisibles. Même si, dans l'absolu, il est dans l'intérêt des deux pays de s'entendre, l'escalade de la guerre commerciale sino-américaine est bel et bien réalité. Depuis le 1er septembre, l'Administration Trump a mis en place des droits de douane de 15 % sur une partie des 300 mds USD d'importations en provenance de Chine jusqu'à présent épargnées. À partir du 1er octobre, les droits sur 250 mds USD d'importations seront portés à 30 %, contre 25 % actuellement, et d'ici à la fin de l'année, la totalité des quelque 540 mds USD d'importations chinoises sera surtaxée. En somme, le président Trump sera resté sourd aux nombreuses mises en garde sur les potentielles répercussions économiques négatives, sa stratégie étant plutôt d'incriminer avec virulence la politique monétaire de la Fed.

Pour l'heure, la Chine n'a pas confirmé la tenue d'entretiens pour poursuivre le dialogue et il semble qu'aucune avancée réelle n'ait pu être enregistrée concernant les délicates questions du transfert de technologies et des subventions des entreprises d'État chinoises. Refusant de négocier sous la menace, la Chine se montre ainsi inflexible, malgré là aussi un ralentissement économique manifeste. D'ailleurs, les autorités envisagent de mettre en place de nouvelles mesures de soutien telles que le renforcement des investissements en infrastructure ou des actions de développement régional. Or, depuis plus d'un an déjà, les autorités ont tenté de stabiliser, voire dynamiser, l'activité économique, sans résultats convaincants. Certes, des marges de manœuvre subsistent, mais les investisseurs pourraient être déçus par l'efficacité et l'ampleur des mesures de soutien dans une économie où l'endettement et la pollution sont autant de contraintes qui ne doivent être sous-estimées. Parallèlement, le yuan a poursuivi sa chute, enregistrant en août son plus fort recul depuis la grande réforme des changes de 1994. Cette dépréciation n'est toutefois pas sans risque puisqu'elle ravive les risques de fuite des capitaux dans un contexte où les réserves de change sont relativement plus faibles que par le passé.

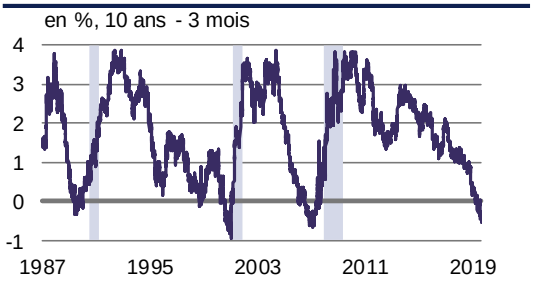
Par ailleurs, une autre guerre commerciale a éclaté dans la région, cette fois entre le Japon et la Corée du Sud. En effet, les deux pays

Performances exprimées en devises locales

	Cours au 30/08/19	Var. sur 1 mois	Var. 2019
Marchés actions			
CAC 40	5 480	-0,7%	15,8%
Eurostoxx 50	3 427	-1,2%	14,2%
S&P 500	2 926	-1,8%	16,7%
Nikkei 225	20 704	-3,8%	3,4%
Devises			
1 € = …USD	1,10	-0,8%	-4,2%
1 € = …JPY	116,83	-3,0%	-7,2%

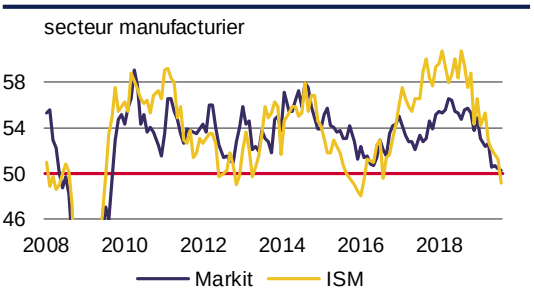
		Niveau au 30/08/19	Var. sur 1 mois	Var. 2019 p.d.b.
Taux d'intérêt				
3 mois	Zone euro	-0,60%	-6	25
	États-Unis	1,98%	-9	-38
10 ans	Zone euro	-0,70%	-26	-94
	États-Unis	1,50%	-52	-119

États-Unis – Écart de taux souverain



Source Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe

États-Unis – Confiance des entreprises



Source Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe

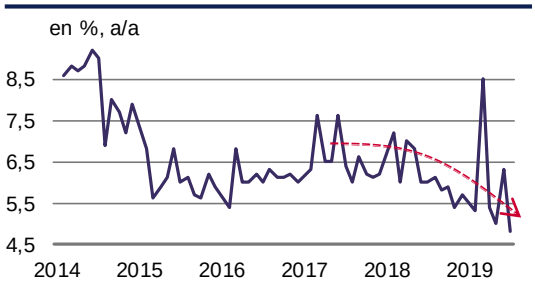
ont connu une intensification de leurs différends commerciaux après que des tribunaux Sud-coréens aient exigé d'entreprises japonaises qu'elles dédommagent des Sud-Coréens forcés de travailler dans leurs usines durant l'occupation japonaise. Si l'impact direct des mesures protectionnistes reste difficile à évaluer, des dégâts collatéraux se font sentir dans les deux pays souffrant déjà de la guerre commerciale sino-américaine et du ralentissement de l'économie mondiale.

La Zone euro n'est malheureusement pas épargnée de ce contexte international dégradé. L'activité économique du T2 2019 a été molle, enregistrant une croissance d'à peine 0,2 % t/t. La croissance italienne est restée atone alors que le PIB allemand a reculé. La France se démarque timidement de la moyenne et seule reste l'Espagne comme véritable locomotive. Certains anticipent une amélioration au S2 2019, soutenue par un marché du travail robuste comme en témoigne le taux de chômage de 7,5 % en juillet, un plus bas depuis 2008. En outre, la confiance des entreprises du secteur des services reste bien orientée, décorrélée de la récession du secteur industriel.

Enfin, la situation politique italienne semble s'être apaisée. L'accord trouvé entre le Mouvement 5 Etoiles et le Parti Démocrate a participé à la détente des taux souverains grâce à la proximité plus importante de cette coalition avec Bruxelles et les règles européennes. Néanmoins, les deux parties doivent encore se mettre d'accord sur l'agenda politique et le budget 2020 reste un défi majeur. En effet, l'annulation de l'augmentation de TVA demandée par le nouveau gouvernement représente un manque à gagner de quelque 23 mds €, à compenser par une réduction des dépenses et/ou une augmentation des autres sources de revenus. En parallèle, les nouvelles commandes manufacturières allemandes ont de nouveau chuté en juillet, signe supplémentaire du marasme industriel, et les ventes au détail ont également diminué. À la lumière des conflits commerciaux internationaux et de la confiance des entreprises, aucune amélioration fondamentale ne semble se dessiner pour les mois à venir. Par conséquent, les perspectives économiques de l'Allemagne restent incertaines et la Bundesbank a averti que le PIB pourrait de nouveau se contracter au T3 2019, déclenchant une récession technique définie comme deux trimestres consécutifs de baisse de la production.

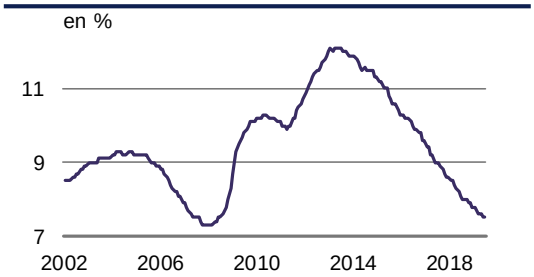
En outre, le Premier ministre (PM) anglais Boris Johnson maintien sa fermeté à propos du *Brexit*. La tenue d'élections anticipées ne constitue pas en soi l'assurance d'une amélioration de la situation puisque les sondages n'écartent pas la probabilité d'un Gouvernement conservateur majoritaire avec à sa tête un PM qui n'a de cesse de répéter que la sortie se fera le 31 octobre 2019, avec ou sans accord. En somme, l'incertitude demeure vive.

Chine – Production industrielle



Source Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe

Zone euro – Taux de chômage



Source Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe

Les commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne constituent ni une recommandation d'investissement ni un conseil. Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. Dans la mesure où des données externes sont utilisées pour l'établissement des termes du présent document, ces données émanent de sources réputées fiables mais dont l'exactitude ou l'exhaustivité ne sont pas garanties. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport. Les performances passées ne préjugent pas les performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.