

Lettre mensuelle

Février 2019

Évolution de la conjoncture

L'économie mondiale poursuit son expansion, mais les perspectives se sont assombries au cours des derniers mois. Si des facteurs idiosyncrasiques ont pesé sur l'activité économique de certains pays, l'environnement global reste dégradé en raison d'un commerce mondial malmené et de l'affaiblissement de l'activité manufacturière. Pour autant, après avoir fortement trébuché au T4 2018, les marchés financiers ont depuis repris des couleurs, dans l'espoir que les Banques centrales viendront, encore une fois, à la rescousse.

Dorénavant, l'infléchissement des politiques monétaires des banques centrales est perçu comme un puissant facteur de soutien, après avoir été un vent contraire en 2018. À l'évidence, c'est principalement du côté de la Fed que l'espoir atteint son apogée. Alors que les investisseurs anticipaient – et exigeaient – un ton prudent lors de la première réunion de 2019, on a plutôt assisté à une quasi-capitulation de l'Institution. En effet, depuis plus de trois ans, la Fed souligne qu'il serait approprié de poursuivre graduellement la hausse du taux directeur. À horizon 2019, deux resserrements étaient d'ailleurs projetés. Or, dans son dernier communiqué, non seulement cette référence a été retirée, mais le Comité monétaire (FOMC) affirme implicitement que le prochain mouvement pourrait être tout aussi bien une hausse... qu'une baisse. En d'autres termes, la Fed semble convenir de la fin du resserrement de sa politique monétaire.

En outre, le processus de normalisation de la taille de son bilan apparaît comme étant beaucoup plus avancé qu'estimé jusqu'alors. Si la question relative au niveau optimal n'a pas encore été tranchée, une décision devrait intervenir au cours des prochaines réunions. Ici encore, le président de la Fed, Jerome Powell, a surpris en précisant clairement qu'une fois le dégonflement achevé, la taille « normale » du bilan sera bien plus élevée qu'anticipé auparavant.

En somme, entre la réunion de décembre 2018 et celle de janvier 2019, seulement six semaines se seront écoulées, mais ce fut suffisant pour que la Fed effectue un virage à 180 degrés. La surprise se révèle d'autant plus grande que durant cette période, la fermeture d'une partie du Gouvernement fédéral américain pendant 35 jours – un record – a affecté le Département du Commerce dont dépendent deux des principaux fournisseurs de statistiques économiques, privant ainsi les investisseurs – et la Fed – de précieux indicateurs sur l'état de santé de l'économie américaine. De plus, les marchés boursiers avaient intégré le nouveau mantra de patience M. Powell et avaient déjà rebondi de façon assez convaincante.

Dès lors, on comprend mal ce qui a pu convaincre la Fed de ce sentiment d'urgence. Certes, on peut se réjouir qu'une majorité au sein du FOMC reconnaisse, enfin, l'aspect beaucoup moins accommodant de la politique monétaire par rapport à ce qui était généralement reconnu. En revanche, le caractère radical des modifications annoncées laisse perplexe. Il faudra ainsi attendre la publication des nouvelles prévisions macroéconomiques à l'issue de la réunion du 20 mars prochain afin d'attester la sincérité du changement de cap. Cela peut d'ailleurs expliquer l'apathie constatée



Marc-Antoine COLLARD

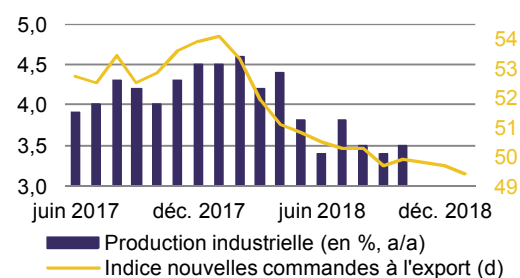
Chef économiste, Directeur de la recherche

Performances exprimées en devises locales

	Cours au 31-janv.-19	Var. sur 1 mois	Var. 2019
Marchés actions			
CAC 40	4 993	5,5%	5,5%
Eurostoxx 50	3 159	5,3%	5,3%
S&P 500	2 704	7,9%	7,9%
Nikkei 225	20 773	3,8%	3,8%
Devises			
1 € = ...USD	1,14	-0,2%	-0,2%
1 € = ...JPY	124,65	-0,9%	-0,9%

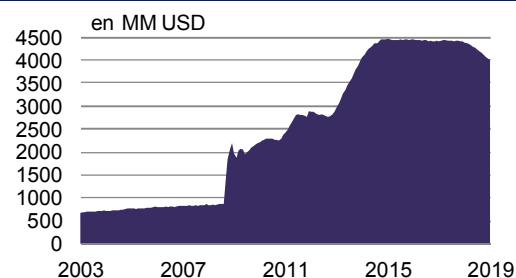
	Niveau au 31-janv.-19	Variation un mois p.d.b.	Variation 2019 p.d.b.
Taux d'intérêt			
3 mois	Zone euro	-0,54%	32
	États-Unis	2,38%	3
	Zone euro	0,15%	-9
	États-Unis	2,63%	-5

Monde – Production industrielle et exportations



Source Banque mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe

États-Unis – Bilan de la Fed



Source Datastream, Rothschild & Co Asset Management Europe

dans l'amorce du processus de repentification de la courbe des taux que ces annonces auraient dû, en théorie, enclencher, alors que dans le même temps, l'amélioration continue du marché du travail et la progression de plus en plus visible des salaires sont autant d'éléments susceptibles de jouer les trouble-fête dans la nouvelle conduite affichée de la politique monétaire américaine.

Par ailleurs, ni le changement de ton de la Fed, ni l'hypothèse largement répandue d'un dénouement heureux de la guerre commerciale sino-américaine, n'auront été en mesure d'insuffler une inversion de tendance dans la détérioration des indices portant sur le climat des affaires, une dynamique particulièrement perceptible en Asie et en Europe. Ainsi, la confiance des entreprises ne cesse de s'effriter, mois après mois, en particulier dans le secteur manufacturier. Au Japon, l'indice Markit manufacturier (50,3) demeure légèrement au-dessus du seuil neutre des 50, mais a néanmoins brusquement chuté en janvier pour atteindre un plus bas depuis août 2016. L'indice chinois (48,3) s'est quant à lui enfoncé encore un peu plus en territoire de contraction, atteignant un plus bas en trois ans. La confiance des entreprises manufacturières en Corée du Sud (48,3) de même qu'à Singapour (45,6) a également fortement reculé, signe d'un malaise de plus en plus prégnant dans la région.

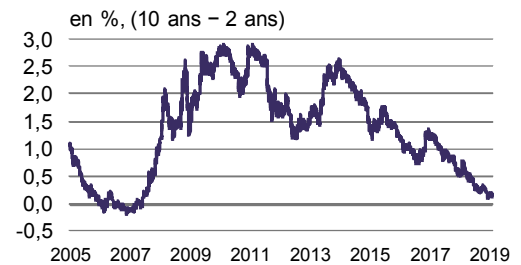
En Zone euro, la croissance économique du T4 2018 (0,2% t/t) est décevante. L'Italie aura finalement succombé aux effets liés à l'incertitude politique, enregistrant au S2 2018 sa troisième récession depuis 2008. Les indices de confiance Markit italiens ont de nouveau reculé en janvier et tombent sous le seuil des 50, confirmant un début d'année compliqué. L'Allemagne n'est pas épargnée et pâtit également de l'environnement économique mondial dégradé. En France, le mouvement des « gilets jaunes » s'est essoufflé et les premiers effets des mesures de soutien au revenu disponible des ménages annoncées en décembre dernier se feront sentir au cours des prochains mois. Plus globalement, le reflux des cours pétroliers et la hausse des salaires contribueront à soutenir le pouvoir d'achat des consommateurs et ainsi soutenir l'activité économique de la Zone euro. La BCE sera néanmoins contrainte de conserver une politique monétaire accommodante encore un certain temps, d'autant plus que l'attentisme de la Fed lui impose encore davantage de patience et que l'incertitude entourant le Brexit ne semble pas se dissiper.

Après avoir buté contre un Parlement farouchement opposé à son Accord de retrait, la Première ministre anglaise Theresa May a reçu le mandat de retourner à la table de négociation avec l'UE. Côté européen, on ne cesse de répéter que certains arrangements peuvent être envisagés, mais que l'Accord est, dans les grandes lignes, le seul compromis envisageable si le R.-U. veut conserver son accès au Marché unique jusqu'à ce qu'une entente plus large soit négociée. Les deux parties ont jusqu'au 29 mars pour s'entendre et aucune éventualité ne peut être exclue. De toute évidence, le marché fait néanmoins le pari qu'une sortie désordonnée sera évitée comme en témoigne l'appréciation de la livre face au dollar et à l'euro.

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.

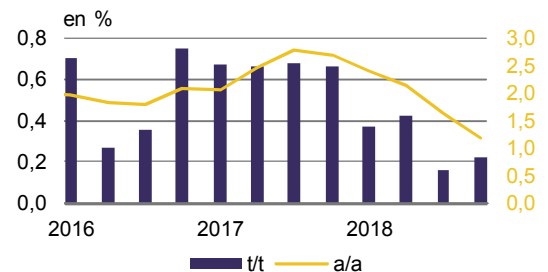
Les performances passées ne préjugent pas les performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

États-Unis – Courbe des taux souverains



Source Bloomberg, Rothschild & Co Asset management Europe

Zone euro – Croissance économique



Source Macrobond, Rothschild & Co Asset management Europe