



Août 2022

Monthly Macro Insights



Marc-Antoine Collard

Chef Économiste,
Responsable de la recherche
Rothschild & Co Asset Management Europe

Le ralentissement mondial s'est amplifié sous l'effet d'une inflation galopante, conjuguée à un resserrement des conditions financières et à une dégradation du climat des affaires. Le PIB mondial s'est ainsi probablement contracté au deuxième trimestre 2022 – pour la première fois depuis sa chute de 2020 liée à la pandémie – en raison du repli du PIB en Chine, en Russie et aux États-Unis. Ces mauvaises nouvelles représentent-elles réellement de bonnes nouvelles comme le supposent certains investisseurs ?

Les risques de détérioration se matérialisent

Il est difficile d'interpréter les derniers signaux envoyés par les données macroéconomiques mondiales, alors que le rebond survenu après l'effondrement causé par la pandémie en Chine – le PIB s'est effondré de -2,6% sur une base séquentielle en glissement trimestriel au deuxième trimestre⁽¹⁾ – se confronte au repli de l'activité observé dans la plupart des autres pays. Or, la dynamique de croissance chinoise semble déjà s'essouffler, comme le suggèrent les indices de confiance des entreprises manufacturières⁽²⁾ ayant chuté à 49,0 en juillet – rebasculant ainsi en territoire de contraction – et non manufacturières retombé

à 53,8, l'activité dans les services ayant fléchi en raison des remontées sporadiques de contaminations au Covid-19⁽¹⁾. En outre, l'aggravation de la crise dans le secteur immobilier freine l'investissement et les ventes de logements. De nombreux acheteurs menacent de cesser de rembourser leurs prêts, craignant que les promoteurs, en difficulté, ne soient en mesure de leur livrer des appartements pour le moment encore inachevés. Dans l'ensemble, la reprise chinoise reste fragile et pourrait appeler davantage de mesures de relance pour redresser la confiance et soutenir la croissance économique au second semestre, bien que les autorités préfèrent, pour le moment, conserver un biais modéré dans leur action.

Chine – Secteur immobilier

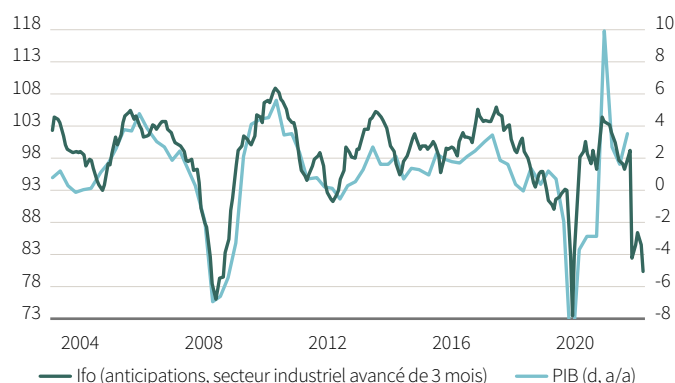
Indice boursier



Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, août 2022.

Allemagne – Confiance et croissance

Indice, en %



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, août 2022.

(1) Source : National Bureau of Statistics of China, août 2022.

(2) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction.

Aux États-Unis, le PIB du deuxième trimestre a déçu (-0,2% en glissement trimestriel, ou -0,9% en rythme annualisé⁽³⁾), reculant pour la deuxième fois consécutive et renforçant, par là même, les spéculations sur l'entrée de l'économie américaine en récession. Bien que la bonne tenue du marché du travail ne le corrobore pour l'instant, les composantes de la demande les plus sensibles aux taux d'intérêts – logement, biens de consommation durables et dépenses des entreprises en équipements et structures – se sont contractées au cours du dernier trimestre, confirmant que l'économie est clairement en perte de vitesse.

À l'inverse, la croissance économique a surpris à la hausse en Zone euro (+0,7% en glissement trimestriel, selon l'estimation préliminaire⁽⁴⁾). Dans le détail, les données laissent entrevoir une contribution positive de la saison estivale dans le Sud (notamment en Italie et en Espagne), grâce aux puissants effets de réouverture, tandis que les problèmes d'approvisionnement en gaz semblent avoir eu un impact négatif plus important en Allemagne. En revanche, les conséquences de la guerre en Ukraine sur les principales économies européennes se ressentiront au second semestre, en raison de l'effondrement de la confiance des consommateurs, du fléchissement de l'activité manufacturière résultant de la persistance des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement et de la hausse des coûts des intrants, ainsi que de la flambée des prix de l'énergie et d'un éventuel rationnement, la menace d'une coupure totale du gaz russe continuant de planer. En outre, la BCE a décidé de relever ses taux plus fortement qu'anticipé lors de sa réunion de juillet, avec une hausse de 50 points de base (pdb) et a laissé entendre que d'autres mesures de resserrement seraient à venir, alors que l'incertitude politique en Italie est une fois de plus

revenue sur le devant de la scène. En conséquence, malgré un marché du travail qui demeure robuste, un fort ralentissement est anticipé au cours des prochains mois.

La normalisation tire-t-elle à sa fin ?

Les anticipations d'inflation à long terme, restées relativement stables dans la majorité des pays avancés, et la rapide décélération de l'économie mondiale ont tempéré les craintes des investisseurs suscitées par l'ampleur des hausses de taux d'intérêt des banques centrales, ce qui a nourri le rebond des actions et des obligations en juillet.

Depuis 2021, les prix à la consommation dépassent pourtant systématiquement les prévisions. En juin dernier, ils ont augmenté de 9,1% aux États-Unis⁽⁵⁾ et de 9,4% au Royaume-Uni, soit le rythme le plus élevé depuis 40 ans⁽⁶⁾. Dans la Zone euro, l'inflation a atteint 8,9% en juillet, marquant un nouveau record depuis la création de l'Union monétaire⁽⁷⁾, tandis que dans les économies émergentes, elle s'est établie à près de 10% au deuxième trimestre⁽⁸⁾.

Bien que la hausse de l'inflation ait été tirée par un renchérissement des prix des produits de base, notamment de l'alimentation et de l'énergie, la répercussion des coûts découlant des chaînes d'approvisionnement et de la tension sur le marché du travail a également engendré des pressions sous-jacentes sur les prix. Face à la baisse brutale et inattendue du pouvoir d'achat, les négociations salariales visant à récupérer une partie de ces pertes devraient se multiplier, alimentant le risque de déclenchement d'une boucle classique prix-salaires. Ainsi, les banques centrales pourraient être contraintes de continuer à relever leurs taux d'intérêt afin de préserver leur crédibilité et d'empêcher l'inflation de s'installer à des niveaux excessifs, notamment aux États-Unis.

Italie – Écart de taux souverains

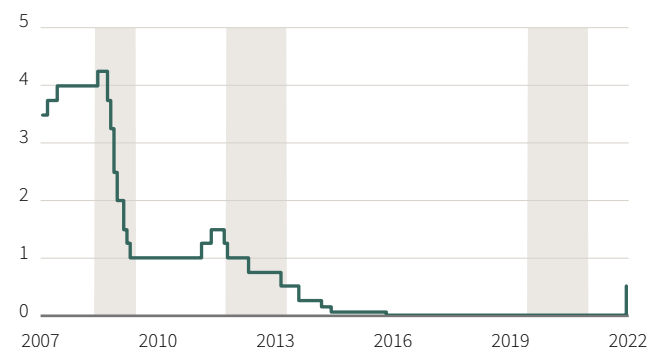
en %, 10 ans, par rapport à l'Allemagne



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, août 2022.

Zone euro – Taux de refinancement

en %



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, août 2022.

(3) Source : Bureau of Economic Analysis, août 2022.

(4) Source : Eurostat, août 2022.

(5) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, août 2022.

(6) Source : Office for National Statistics, août 2022.

(7) Source : Eurostat, août 2022.

(8) Source : FMI, août 2022.

Tel que prévu, la Fed a procédé à un nouveau relèvement de 75 pbb de ses taux en juillet et une nouvelle hausse de 75 pbb pourrait être appropriée en septembre. Cela étant, le Président de la Fed M.Powell a souligné qu'il conviendrait, à terme, de ralentir le rythme des hausses à mesure que le taux directeur est porté en territoire restrictif, ce qui a été perçu comme un signal ouvrant la voie à un pivot de la politique monétaire.

Or, certains indicateurs de pressions salariales ont atteint des sommets. L'indice du coût du travail – l'une des mesures les plus fiables car corrigeant les variations de composition et de qualité de l'emploi – a augmenté de 5,1% en glissement annuel au deuxième trimestre⁽⁹⁾, un plus haut dans l'historique des données disponibles remontant au premier trimestre 2002, tandis que l'indicateur de la Fed d'Atlanta a bondi pour sa part à 6,7% en glissement annuel en juin. Ces gains salariaux nécessiteraient une croissance forte et soudaine – et ainsi peu probable – de la productivité pour s'aligner avec l'objectif d'inflation de la Fed à moyen terme. Le taux de chômage américain reste très faible et le taux d'emplois vacants est exceptionnellement élevé, signe d'un marché du travail en surchauffe et d'un taux de chômage naturel potentiellement plus élevé qu'estimé. Puisqu'une détente du marché du travail permettrait d'éviter la formation d'une boucle prix-salaire,

les investisseurs espèrent qu'elle se produirait par une diminution des emplois vacants et une augmentation du taux d'activité. Cependant, la théorie suggère que cela nécessiterait, notamment, une amélioration notable dans le processus d'appariement entre l'offre et la demande de travail sur laquelle la Fed n'a pourtant aucun contrôle.

En somme, la durée et la profondeur du ralentissement – ou de la récession – seront déterminées par la durée de la mise en place d'une politique restrictive de la Fed pour juguler l'inflation. À cet égard, les dynamiques actuelles du marché du travail impliquent que le sacrifice de croissance requis pourrait être supérieur au scénario privilégié par les investisseurs des marchés actions, au moment même où la courbe des taux, qui a historiquement été un indicateur plutôt efficace des récessions américaines, émet déjà des signaux inquiétants.

Achévé de rédiger le 3 août 2022

États-Unis – Indice des salaires

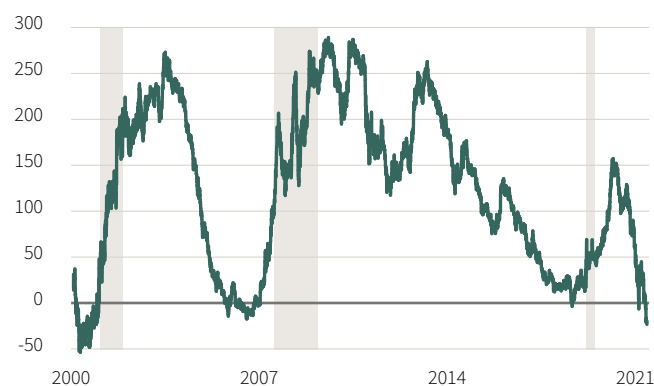
en %, en glissement annuel



Source : Fed Atlanta, Rothschild & Co Asset Management Europe, août 2022.

États-Unis – Écart de taux

en pbb, pente 10 ans - 2 ans



Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, août 2022.

(9) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, août 2022.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 29/07/2022	Variation sur 1 mois	Variation en 2022
Marchés actions			
CAC 40	6 449	8,9%	-9,8%
Euro Stoxx 50	3 708	7,3%	-13,7%
S&P 500	4 130	9,1%	-13,3%
Nikkei 225	27 802	5,3%	1,3%
Devises			
EUR/USD	1,02	-2,5%	-10,1%
EUR/JPY	136,2	-4,3%	4,0%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/05/2022	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2022 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	0,01%	41	83
États-Unis	2,32%	69	229
10 ans			
Zone euro	0,82%	-52	99
États-Unis	2,65%	-36	114

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 29/07/2022. Performances exprimées en devises locales.

Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les performances des indices sont nettes calculées dividendes non réinvestis

Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. 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. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 22 milliards d'euros et regroupons près de 150 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com

Contacts

FRANCE - ROYAUME-UNI

Paris

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

SUISSE

Genève

Equitas SA
Rue de la Corraterie 6
1204 Geneva
+41 22 818 59 00

ALLEMAGNE - AUTRICHE

Francfort

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

BELGIQUE - PAYS-BAS - LUXEMBOURG

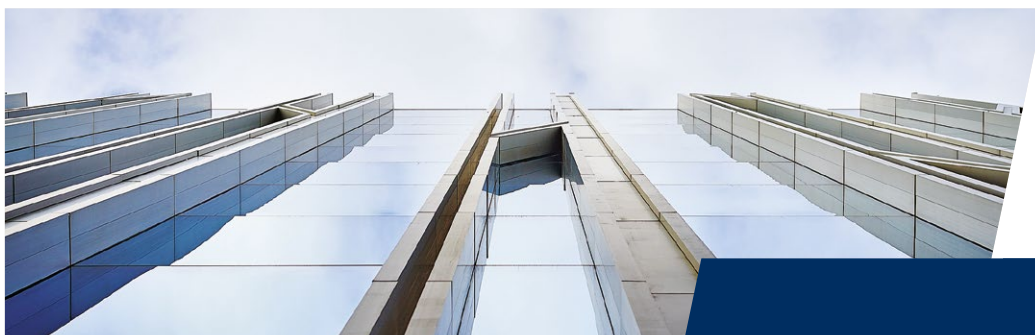
Bruxelles

Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

ITALIE - ESPAGNE

Milan

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes les
informations sur
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management