



Septembre 2023

Monthly Macro Insights



Marc-Antoine Collard
Chef Économiste,
Responsable de la recherche
Rothschild & Co Asset Management

Au cours des derniers mois, l'idée que le resserrement de la politique monétaire conduirait inéluctablement à un très fort ralentissement de l'activité a fait place à une remontée de l'optimisme. En effet, les investisseurs parient sur la résilience de l'économie américaine et la persistance de l'expansion de l'économie mondiale. Pour autant, les perspectives économiques demeurent particulièrement incertaines dans un contexte de détérioration de la confiance des entreprises.

La Chine et l'Europe continuent d'inquiéter...

Le message des enquêtes du mois d'août en Europe est clair : l'expansion est menacée. Au Royaume-Uni, l'indice PMI⁽¹⁾ a chuté à 48,6 après une modeste reprise au cours des six mois précédents, alors que les effets négatifs de la hausse des taux d'intérêt sont de plus en plus visibles. Plusieurs entreprises ont ainsi souligné que les incertitudes concernant la croissance économique de même

que la persistance de l'inflation pesaient sur leur moral, d'autant plus que le sous-indice des carnets de commandes est tombé à son plus bas niveau depuis plus de trois ans.

En Zone euro, l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne⁽²⁾ a chuté à 93,3⁽³⁾, un niveau observé au T3-22 lorsque les craintes quant aux risques de pénuries d'énergie suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont atteint leur paroxysme, et lors de la crise de la dette dans la Zone euro au début des années 2010. Cette détérioration fait écho à la chute du

Zone euro – Sentiment économique indice Commission européenne



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2023.

États-Unis – Créations d'emploi en millier, m/m



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2023.

(1) 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.
(2) L'indicateur du climat économique (ESI) est un indicateur composite produit par la direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN) de la Commission européenne.
(3) Eurostat, septembre 2023.

PMI tombé à 47 dans un contexte de forte baisse de la confiance des entreprises du secteur des services. Plusieurs facteurs peuvent expliquer le recul significatif des indicateurs, notamment l'activité économique décevante en Chine et l'accumulation de freins imposés par la politique monétaire. Concernant ce dernier point, le rythme de croissance des prêts aux ménages a enregistré une forte décélération en raison des effets du renchérissement du coût du crédit, notamment immobilier, tandis que la croissance des prêts aux entreprises a également poursuivi sa tendance baissière. D'ailleurs, la dernière enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire a montré que les conditions d'octroi de crédit aux entreprises ont continué à se resserrer, tandis qu'une part record d'institutions financières ont signalé une baisse de la demande de prêts de la part des entreprises⁽⁴⁾.

En Chine, les récentes évolutions font craindre une éventuelle contagion de la faiblesse du secteur immobilier au reste de l'économie, bien que les signaux envoyés par l'enquête PMI du mois d'août se sont avérés ambivalents. La confiance des entreprises dans les secteurs non manufacturiers a diminué de façon inattendue pour atteindre un plus bas en huit mois, passant de 54,1 en juillet à 51,8 selon l'indice S&P Global, alors que les attentes concernant l'activité future sont les plus faibles depuis novembre. Cependant, l'indice manufacturier a atteint 51 contre 49,2 le mois précédent, suscitant l'espoir que les mesures de stimulus annoncées ces dernières semaines insuffleront un regain de confiance et de dynamisme dans l'économie⁽⁵⁾. Ainsi, la Banque populaire de Chine a décidé de réduire les taux d'intérêt sur les crédits immobiliers et d'abaisser les exigences en termes d'apport dans le cadre d'une politique qui vise à freiner le ralentissement du secteur immobilier.

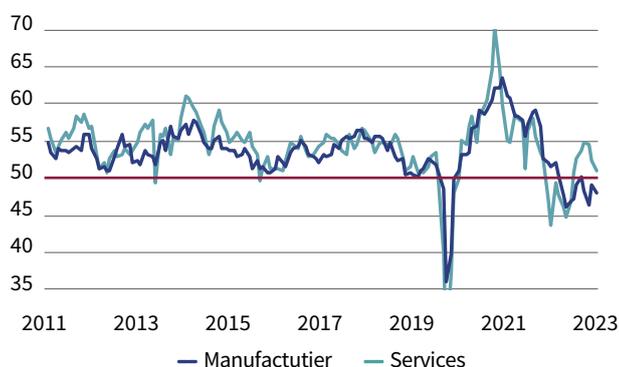
... alors que les divergences pourraient bientôt s'estomper

À l'inverse de ce que l'on observe en Chine et en Europe, les données macroéconomiques aux États-Unis suggèrent une économie résiliente. En juillet, la consommation est restée robuste, et la demande de main-d'œuvre demeure globalement positive, avec la création de 187 000 emplois en août qui marque une accélération par rapport aux 157 000 créés le mois précédent. Cette augmentation aurait pu être encore plus significative si elle n'avait pas été entravée par la grève d'Hollywood et une faillite notable dans le secteur du transport routier⁽⁶⁾.

Toutefois, la confiance des entreprises a diminué en août pour se situer dans le bas de la fourchette de ce qu'on observe dans la période post-crise financière, suggérant que les risques d'une croissance plus faible qu'anticipé se sont intensifiés. Par ailleurs, la dernière enquête de la Fed auprès des responsables du crédit montre qu'une part importante des banques ont indiqué avoir resserré les conditions de crédit aux ménages. Or, le crédit a joué un rôle déterminant dans le soutien de la consommation alors que le taux d'épargne des ménages s'est fortement replié. De plus, pendant les trois dernières années, les détenteurs de prêts étudiants aux États-Unis ont bénéficié d'une suspension du remboursement de leurs prêts totalisant USD1 700 mds, ce qui a offert une marge de manœuvre financière à des millions d'individus. Cependant, le paiement des intérêts a repris le 1^{er} septembre, auquel s'ajoutera le remboursement du capital le 1^{er} octobre prochain pour près de 43 millions de personnes⁽⁷⁾.

États-Unis – Confiance des entreprises

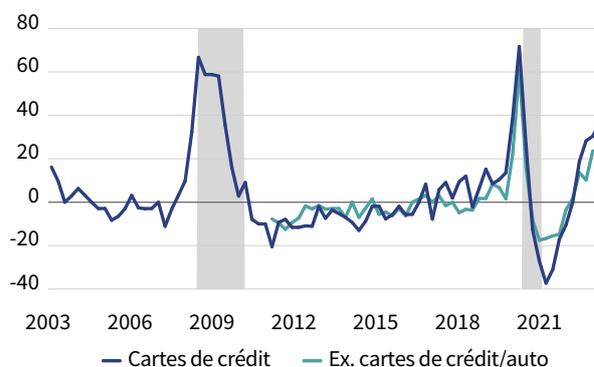
S&P Global



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2023.

États-Unis – Conditions octroi crédit

en %, durcissement net aux ménages



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2023.

(4) Banque de France, Communiqué de presse du 25 juillet 2023.

(5) Source : National Bureau of Statistics of China, septembre 2023.

(6) Source : U.S. Bureau of Economic Analysis, septembre 2023.

(7) Source : Source : U.S. BLS, septembre 2023.

Outre les divergences géographiques, l'activité économique a été marquée par une divergence sectorielle particulièrement élevée, avec un secteur manufacturier faible, mais une activité robuste dans le secteur des services, nourrissant l'optimisme des investisseurs quant à une croissance mondiale résiliente. Cette divergence s'est toutefois résorbée en août, mais pour des raisons mitigées.

D'un côté, le secteur des services montre des signes évidents de détérioration. De l'autre, le ralentissement du secteur manufacturier se poursuit avec un indice PMI sous le seuil des 50 depuis un an, mais les données du mois d'août présentent des signes d'atténuation de la contraction. Cela étant, le léger redressement du mois d'août – de 48,6 à 49 – est dû presque entièrement à la Chine⁽⁸⁾. En effet, en excluant cette dernière, le PMI manufacturier global aurait de nouveau reculé en se maintenant à un niveau qui ne laisse pas présager un quelconque élan dans le secteur, d'autant plus que les sous-indices de la production future et du ratio des nouvelles commandes rapportées aux stocks demeurent à des niveaux suggérant une production en baisse.

En somme, si les investisseurs demeurent optimistes concernant les perspectives économiques des prochains mois, les dernières enquêtes de confiance ne sont pas compatibles – pour l'instant – avec un tel scénario.

L'inflation restera probablement une contrainte

Si les risques à la baisse sur la croissance venaient à se matérialiser et à bouleverser ainsi le scénario de résilience de l'économie mondiale des investisseurs, à quelle vitesse les banques centrales réagiraient-elles pour soutenir l'économie ?

La récente baisse de l'inflation est encourageante, mais s'explique essentiellement par la diminution des effets de base sur les matières premières. En revanche, les prix des services et l'inflation des salaires demeurent quant à eux élevés et rigides. Les banques centrales sont donc susceptibles de répondre plus lentement à une remontée des taux de chômage par rapport aux précédents historiques, notamment dans un souci de préserver leur crédibilité.

En somme, le scénario des investisseurs d'un retour relativement indolore des taux d'inflation vers les objectifs des banques centrales s'avère très incertain. À cet égard, l'histoire montre qu'au début des années 1980, le président de la Fed Paul Volcker s'est vu obligé de détériorer le marché du travail pour lutter contre l'inflation. Un sacrifice à court terme pour des gains sur le long terme.

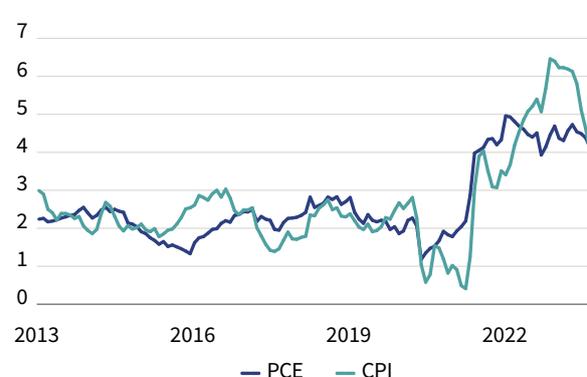
Achévé de rédiger le 6 septembre 2023

États-Unis – Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2023.

États-Unis – Inflation service hors logement en %, core



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, septembre 2023.

(8) Source : Bloomberg, septembre 2023.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 31/08/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 317	-2,4%	13,0%
Euro Stoxx 50	4 297	-3,9%	13,2%
S&P 500	4 508	-1,8%	18,1%
Nikkei 225	32 619	-1,7%	25,0%
Devises			
EUR/USD	1,08	-1,4%	1,4%
EUR/JPY	157,82	0,9%	12,4%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/08/2023	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	3,65%	5	189
États-Unis	5,44%	4	109
10 ans			
Zone euro	2,47%	-3	-11
États-Unis	4,11%	15	23

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 31/08/2023. 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. 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, 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 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, 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, 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 27 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com

Contacts

FRANCE

Paris

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

SUISSE

Genève

Equitas SA
Rue de la Corrairie 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

Milan

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31

ESPAGNE

Madrid

Paseo de la Castellana 40 bis
Madrid 28 046
+34 91 053 70 43



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

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