



Octobre 2023

Monthly Macro Insights



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

La majorité des investisseurs continuent de croire en la résilience de l'économie mondiale en dépit du resserrement de politiques monétaires le plus brutal des quarante dernières années. Cependant, non seulement les effets de ce dernier se font de plus en plus ressentir sur l'activité économique, mais la hausse des prix du pétrole et des taux obligataires suscite de nouvelles inquiétudes concernant la matérialisation du scénario « idéal ».

Les divergences régionales persistent

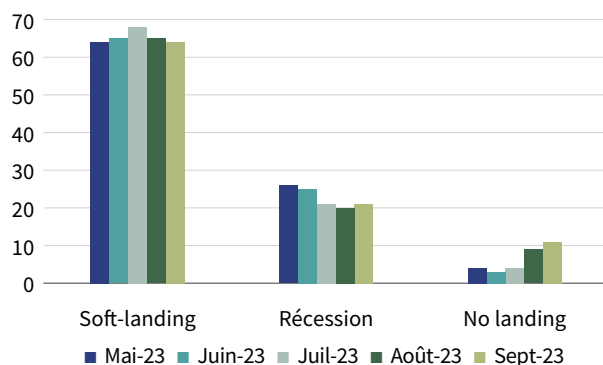
Soutenue par la baisse des prix de l'énergie, d'importantes mesures de relance budgétaire et la décision de la Chine d'abandonner sa politique zéro Covid, l'économie mondiale a surpris à la hausse au cours des premiers mois de 2023. Ainsi, cette situation a pu laisser penser aux investisseurs que la politique monétaire ne serait peut-être pas un outil si brutal pour refroidir l'activité économique. En effet, les discours dominés par l'idée que le resserrement monétaire produirait inévitablement une récession

pour freiner l'inflation se sont largement évaporés. Toutefois, la résilience de la croissance mondiale semble avoir été de courte durée.

Dans la Zone euro, la croissance a globalement stagné depuis le deuxième trimestre 2022, reflétant les effets retardés de l'inflation sur les revenus et l'importance relative du financement bancaire dans de nombreuses économies. En effet, la BCE a augmenté ses taux d'intérêt pour la dixième fois consécutive en septembre pour atteindre leur niveau le plus haut depuis l'introduction

Monde – Global fund manager survey

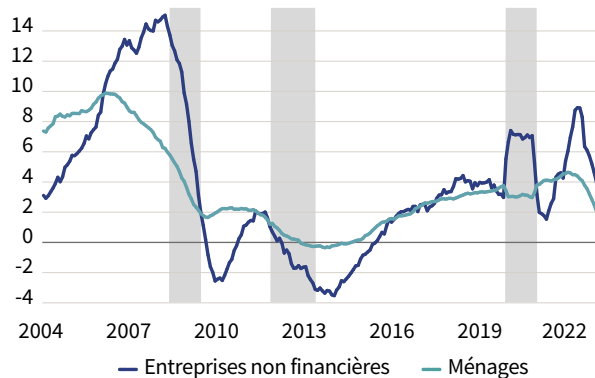
en %, scénario mondial



Sources : Bank of America, Rothschild & Co Asset Management, octobre 2023.

Zone euro – Crédits au secteur privé

en %, a/a



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

de l'euro. Ceci a eu pour effet de ralentir considérablement la dynamique du crédit, le taux de croissance des prêts au secteur privé ayant diminué à 0,6 % en glissement annuel (a/a) en août, ce qui correspond au rythme le plus lent depuis 2015⁽¹⁾. Selon l'indice de confiance des entreprises S&P Global, le PIB de la Zone euro pourrait baisser de -0,4 % en glissement trimestriel (t/t) au troisième trimestre 2023 si les corrélations historiques se confirment, alors qu'à l'inverse les investisseurs s'attendent à une légère hausse.

À l'issue d'un vote très serré (5-4), la Banque d'Angleterre (BoE) a décidé de maintenir sa politique monétaire inchangée en septembre, mettant fin à une série de quatorze hausses de taux consécutives, alors que la lecture des données macroéconomiques au cours des derniers mois s'est avérée complexe. D'un côté, la croissance des salaires demeure incompatible avec un retour rapide de l'inflation à la cible, ce qui plaide pour une poursuite du resserrement monétaire. De l'autre, le PIB a surpris à la baisse en juillet (-0,5 % en glissement mensuel), le taux de chômage a augmenté en août, et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a surpris à la baisse en passant de 6,9 % à 6,2 %⁽²⁾. Il faut toutefois noter que cette baisse a été en grande partie provoquée par des baisses des coûts – souvent erratiques – des nuitées et des billets d'avion. En outre, la dernière enquête de confiance des entreprises signalent que le sous-indice de la production a chuté au rythme le plus élevé depuis mars 2009, hors périodes de confinement. Dans l'ensemble, la BoE voit des signes évidents de l'impact d'une politique monétaire plus restrictive sur le marché du travail et sur l'activité, et a donc décidé de faire une pause, bien qu'il soit très clair qu'une nouvelle hausse reste possible, si nécessaire.

De son côté, la croissance en Chine a perdu de son élan alors que l'impulsion initiale de la réouverture du début d'année s'est rapidement estompée. En revanche, les données du mois d'août suggèrent que l'activité semble avoir cessé de se dégrader. La croissance de la production industrielle a accéléré de 4,5 % a/a contre 3,7 % en juillet, et les ventes au détail ont surpris dans une plus large mesure, bondissant de 4,6 % a/a comparé au 3 % attendu⁽³⁾. Bien que l'optimisme quant à l'efficacité des mesures prises par les autorités pour stimuler l'économie s'installe peu à peu, certains défis demeurent, notamment ceux liés aux problèmes structurels du secteur immobilier qui continuent de peser sur la demande intérieure.

À l'inverse, l'économie américaine s'est montrée étonnamment résiliente, portée par les dépenses des ménages soutenues par la réduction de l'épargne excédentaire accumulée lors de la pandémie. En outre, la politique budgétaire a joué un rôle de premier plan. Après des dépenses au plus haut en 2020 et 2021 pour lutter contre l'impact de la pandémie, le déficit fédéral a baissé de manière record en 2022, passant de près de 3 000 milliards de dollars à environ 1 000 milliards de dollars⁽⁴⁾. Toutefois, au lieu de continuer à baisser pour retrouver les niveaux d'avant la pandémie, certains anticipent un doublement du déficit, qui devrait donc atteindre environ 2 000 milliards de dollars pour l'année en cours.

Plus haut plus longtemps

Bien que l'inflation totale ait été divisée par deux par rapport aux sommets atteints en 2022 dans la majorité des économies avancées du G20, cet ajustement s'explique principalement par les

Chine – Investissement immobilier

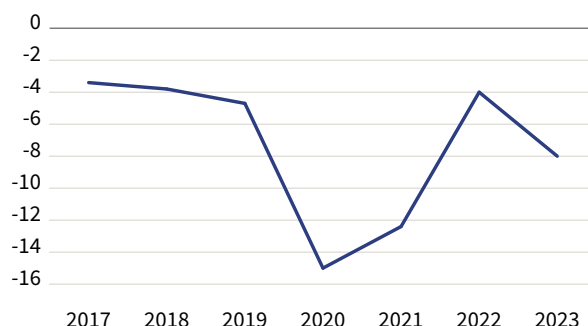
en %, a/a, YTD



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

États-Unis – Solde budgétaire

en % du PIB



Sources : Committee for Responsible Federal Budget, Rothschild & Co Asset Management, octobre 2023.

(1) Source : Eurostats, octobre 2023.

(2) Source : Bank of England, octobre 2023.

(3) National Bureau of Statistics of China, octobre 2023.

(4) Taxe policy Center, octobre 2023.

effets de base des prix des matières premières. En effet, l'inflation sous-jacente n'a toujours pas baissé de manière décisive, freinée par des pressions sur les coûts et des marges élevées dans certains secteurs. Dans ce contexte, les banques centrales martèlent depuis des mois que la politique monétaire resterait stricte pour un certain temps. Jusqu'à tout récemment, les investisseurs ont fait la sourde oreille, mais la récente hausse des taux souverains suggère que le message est, cette fois-ci, entendu.

De plus, la hausse des prix des matières premières pourrait donner une nouvelle impulsion à l'inflation totale. Les marchés de l'énergie demeurent tendus alors que le niveau des stocks est historiquement bas et que le risque de perturbations de l'approvisionnement demeure élevé. De leurs côtés, les prix des denrées alimentaires seront déterminés par l'impact qu'aura le phénomène climatique El Niño sur certaines cultures et sur la mise en place de nouvelles restrictions à l'exportation. La guerre en Ukraine reste également susceptible de générer de nouvelles pressions sur les prix de plusieurs matières premières.

La hausse des taux peut aussi être expliquée par les risques liés aux finances publiques. L'accroissement des dettes publiques a été un phénomène mondial, le montant brut de la dette publique moyenne des économies du G7 étant passé de 76 % à 131 % du PIB pendant les 23 dernières années⁽⁵⁾, un record historique. Pourtant, la plupart des gouvernements se sont efforcés de reconstruire une certaine marge de manœuvre, mais la succession de crises – la crise financière mondiale, la crise de la dette dans la Zone

euro, la pandémie de Covid-19, le choc énergétique engendré par l'invasion de l'Ukraine par la Russie – combinée à la montée des pressions budgétaires liées aux dépenses additionnelles pour la transition climatique, le vieillissement de la population et la défense, ont rendu cette tâche ardue.

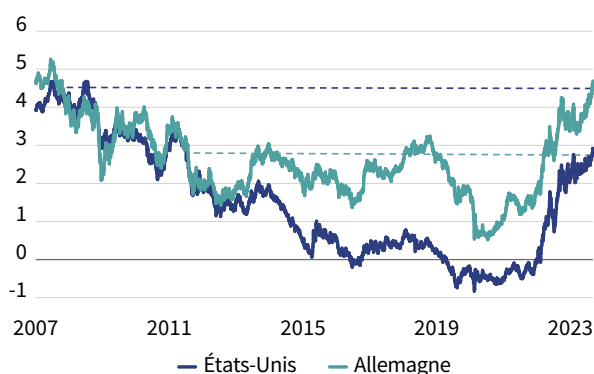
Or, au cours de la dernière décennie, la charge d'intérêt a diminué malgré l'envolée du niveau de la dette publique grâce à la baisse des taux souverains et une inflation faible. Cependant, ces deux dynamiques se sont soudainement inversées au cours de l'année écoulée, et le poids du service de la dette augmente rapidement à mesure que la dette à faible rendement arrive à maturité et se voit remplacée par de nouvelles émissions à rendement plus élevé. Dès lors, des efforts pour reconstituer des marges de manœuvre budgétaires et mettre en place des plans financiers crédibles semblent inévitables pour assurer la soutenabilité de la dette et rassurer les investisseurs.

En conséquence, il en résulte que la divergence du *policy-mix*⁽⁶⁾ – politique monétaire stricte, mais politique budgétaire souple – touche à sa fin, et les effets de la générosité budgétaire sur l'économie s'estomperont rapidement. Bien que les délais de transmission monétaire se soient allongés, certains investisseurs risquent ainsi d'être pris au dépourvu lorsque l'impact du resserrement monétaire se fera pleinement sentir.

Achevé de rédiger le 6 octobre 2023

Monde – Taux souverains

en %, 10 ans



Sources : Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, octobre 2023.

États-Unis – Inflation service hors logement

en %, core PCE



Sources : Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, octobre 2023.

(5) ONS UK, octobre 2023.

(6) Articulation entre la politique monétaire et la politique budgétaire d'un État.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 30/09/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 135	-2,5%	10,2%
Euro Stoxx 50	4 175	-2,8%	10,0%
S&P 500	4 288	-4,9%	12,3%
Nikkei 225	31 858	-2,3%	22,1%
Devises			
EUR/USD	1,06	-2,5%	-1,2%
EUR/JPY	157,93	0,1%	12,5%

Taux d'intérêt	Niveau au 30/09/2023	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	3,81%	17	205
États-Unis	5,45%	1	110
10 ans			
Zone euro	2,84%	37	27
États-Unis	4,57%	46	70

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 30/09/2023. 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

Frankfurt

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