



Février 2024

Monthly Macro Insights



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

Les divergences régionales sont restées importantes à la fin de l'année 2023. Si les effets des taux d'intérêt élevés et du resserrement des politiques budgétaires devraient peser sur la croissance en 2024, les investisseurs restent néanmoins optimistes, prévoyant des baisses rapides des taux directeurs. Or, les politiques monétaires pourraient devoir demeurer restrictives étant données la résilience des marchés du travail et les pressions accrues sur les chaînes d'approvisionnement, et ainsi prendre à revers les attentes du consensus.

Les États-Unis masquent une période morose au deuxième semestre 2023

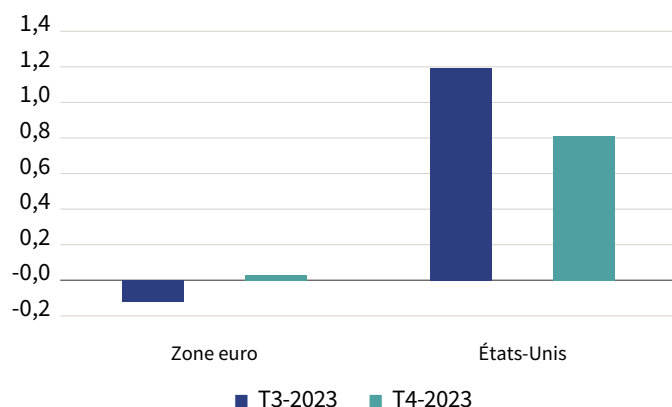
Les États-Unis ont continué à faire preuve d'exception à la fin de l'année 2023, le PIB augmentant de 0,8 % par rapport au trimestre précédent, après la hausse de 1,2 % enregistrée au troisième trimestre de 2023⁽¹⁾. De nouveau, les principaux moteurs ont été la consommation des ménages et les dépenses publiques. En effet, la contribution de ces dernières au PIB en 2023 a été deux fois plus forte par rapport à la moyenne de la période 2015-2019, ce qui, combiné à une forte progression du déficit fédéral, montre

à quel point l'économie a été stimulée par l'aide du secteur public. La baisse du taux d'épargne et l'essor des cartes de crédit ont également été des facteurs importants de la résilience de la consommation des ménages, mais il est peu probable que ces facteurs perdurent longtemps. De leur côté, les effets retardés du durcissement de la politique monétaire et du resserrement progressif de la politique budgétaire pèsent également sur la balance.

À l'inverse, l'économie de la Zone euro a stagné au quatrième trimestre 2023, le PIB ayant baissé en France (légèrement) et en Allemagne. L'économie espagnole a affiché une hausse

Économies avancées – Croissance du PIB

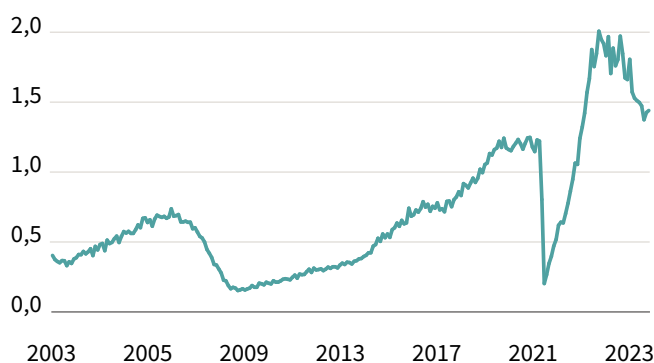
en %, t/t



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, février 2024.

États-Unis – Emplois vacants

par rapport aux chômeurs



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, février 2024.

(1) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, Février 2024.

étonnamment forte (+0,6 % par rapport au trimestre précédent⁽²⁾), mais cette progression exagère probablement la force de la demande domestique, les dépenses publiques et les stocks ayant largement contribué à la croissance. Dans l'ensemble, la croissance de la Zone euro est indubitablement faible, surtout si on la compare à celle des États-Unis, bien que l'activité économique ne soit pas pour autant en train de s'effondrer. Les récentes statistiques suggèrent que le début de l'année 2024 reste encore relativement morose, en particulier en Allemagne où l'indice Ifo portant sur la confiance des entreprises a chuté de manière inattendue pour le deuxième mois consécutif en janvier. Le pays continue de souffrir de la faiblesse de la demande mondiale et des conséquences de la crise énergétique, tandis que le rebond des dépenses de consommation ne s'est pas encore matérialisé.

En Chine, la consommation des ménages a clairement été le principal moteur de la croissance économique en 2023, dans un contexte où le regain d'activité a été de courte durée au début de l'année dernière, suite à la levée des restrictions liées à la pandémie. À l'inverse, l'investissement a été beaucoup plus faible qu'avant la pandémie, représentant moins d'un tiers de la croissance du PIB. Les premières données pour 2024 indiquent une économie encore fragile : l'indice PMI⁽³⁾ manufacturier a légèrement augmenté en janvier, passant de 49 en décembre à 49,2, tout en restant en territoire de contraction pour un quatrième mois consécutif. L'indice PMI non manufacturier est passé de 50,4 à 50,7, le sous indice des services (50,1) suggérant que l'activité a augmenté pour la première fois depuis octobre alors que la confiance dans le secteur de la construction est tombée à son niveau le plus bas en trois mois. Dans le détail, ces enquêtes montrent que la légère amélioration de la confiance des entreprises observée en janvier est principalement due à la demande extérieure, alors que la demande intérieure

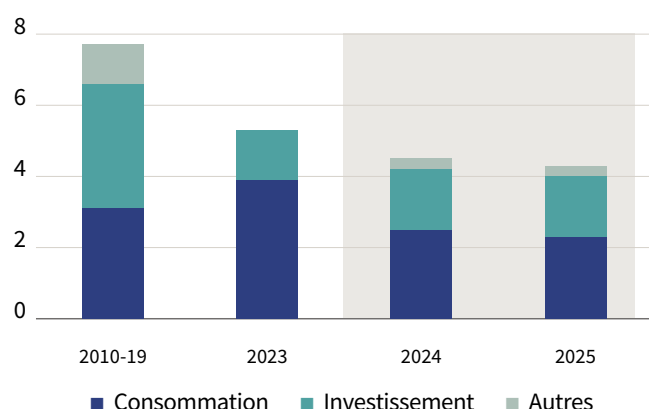
semble toujours en difficulté, malgré une série de mesures de relance mises en œuvre depuis le second semestre 2023. Dans l'ensemble, un soutien accru des autorités chinoises pourrait s'avérer nécessaire, d'autant plus que les pressions déflationnistes constituent un défi majeur.

La Banque populaire de Chine (PBOC) a annoncé que le ratio de réserves bancaires obligatoires (RRR) serait réduit de 50 points de base afin d'augmenter la capacité des institutions financières à accorder des prêts et à stimuler l'économie. Il s'agit de la première réduction cette année, après deux réductions l'année dernière, et jusqu'à présent, l'impact sur l'activité semble avoir été plutôt limité puisque le secteur immobilier reste dans une phase de désendettement, avec certains de ses plus grands promoteurs immobiliers confrontés à de graves problèmes d'endettement. En outre, les problèmes de l'immobilier sont étroitement liés aux finances des collectivités locales, qui tirent une grande partie de leurs revenus de la vente de terrains aux promoteurs.

La vigueur du marché du travail pourrait faire dérailler la tendance désinflationniste

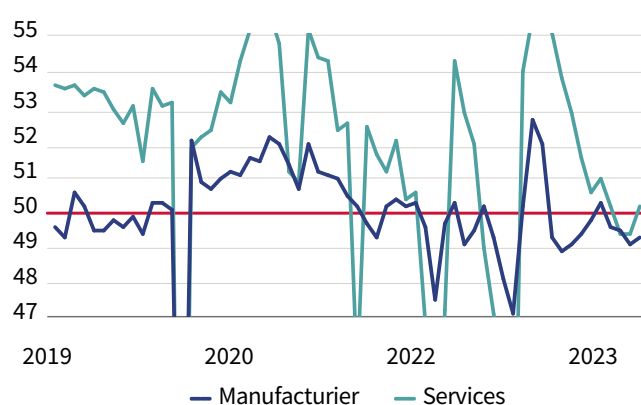
Dans un contexte d'amélioration des problèmes des chaînes d'approvisionnement, de baisses des prix des matières premières et de politiques monétaires restrictives, l'inflation a reflué au cours des derniers trimestres. Selon les dernières projections du FMI, l'inflation dans les économies avancées devrait passer de 4,6 % en 2023 à 2,6 % cette année, restant ainsi supérieure aux objectifs de la plupart des banques centrales pour la quatrième année consécutive⁽⁴⁾.

Chine – Composition de la croissance en %



Sources : Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management, Février 2024.

Chine – Confiance des entreprises indice NBS



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, Février 2024.

(2) Source : Eurostat, février 2024.

(3) 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.

(4) Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2024.

Or, le risque d'une inflation persistante, nécessitant des taux directeurs élevés, semble être largement sous-estimé par les investisseurs. Les grandes compagnies maritimes ont cessé d'utiliser la mer Rouge - par laquelle transite plus de 10 % du commerce mondial - les Houthis ayant attaqué plusieurs navires commerciaux à l'aide de drones, de missiles et de vedettes rapides. Ces attaques ont entraîné une forte hausse des coûts de transport et un allongement des délais de livraison, ce qui a perturbé les calendriers de production et a accentué les pressions sur les prix. Combinée à la guerre qui se poursuit en Ukraine, cette situation risque d'engendrer de nouveaux chocs négatifs au niveau de l'offre mondiale, avec des hausses des prix des denrées alimentaires, de l'énergie et des transports. En outre, le conflit à Gaza pourrait s'étendre à l'ensemble de la région, responsable de la production d'environ 35 % des exportations mondiales de pétrole.

Les tensions sur la plupart des marchés du travail suscitent également des inquiétudes. Dans la Zone euro, le taux de chômage s'est maintenu à 6,4 % en décembre⁽⁵⁾, un record. De nombreuses entreprises ont conservé plus de salariés qu'elles n'en avaient besoin dans l'espoir de pouvoir augmenter leurs capacités de production lorsque la demande se redressera. En conséquence, les risques de nourrir les pressions salariales et, par ricochet, d'aboutir à un taux d'inflation à moyen terme supérieur à la cible, restent élevés. La plupart des membres de la BCE ont tenté de contrer les attentes des investisseurs concernant des baisses de taux imminentes. La présidente Mme Lagarde a également insisté sur le fait que les données concernant les salaires sont d'une importance cruciale pour déterminer le calendrier d'un assouplissement monétaire. Or, ces données ne sont attendues qu'après la réunion de la BCE du 11 avril prochain, ce qui laisse à penser qu'une première baisse des taux est peu probable avant la mi-2024, soit plus tard que ce qui est anticipé par les investisseurs.

Aux États-Unis, les emplois vacants ont augmenté de manière inattendue au cours des deux derniers mois de 2023, suggérant une demande de main-d'œuvre solide malgré le fait que le nombre de personnes quittant volontairement leur emploi a touché un plus bas en près de trois ans. En outre, 353 000 emplois ont été créés en janvier, soit presque deux fois plus que prévu, et la moyenne sur trois mois a atteint près de 290 000, le niveau le plus élevé depuis mars 2023⁽⁶⁾. Cette situation pourrait conduire à la persistance d'une inflation élevée dans le secteur des services. D'une part, le rythme de croissance des salaires reste élevé puisque le marché du travail tendu offre aux travailleurs un fort pouvoir de négociation. D'autre part, les entreprises disposent d'un pouvoir de fixation des prix élevé grâce à une économie dynamique.

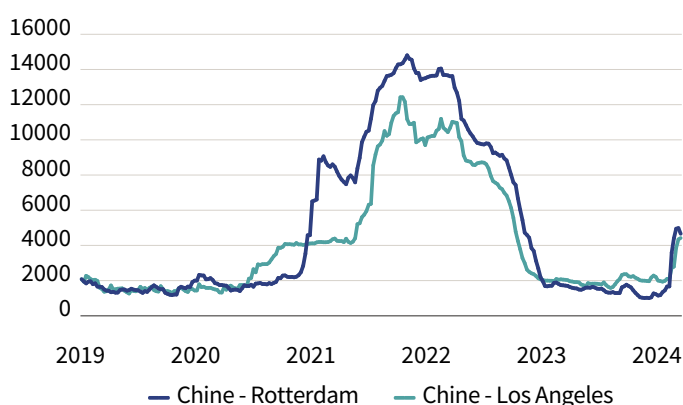
Dans ce contexte, le président de la Fed M. Powell a corrigé le tir en adoptant un ton beaucoup moins accommodant que lors de la réunion de décembre dernier où il avait étonné en suggérant que des baisses du taux directeur étaient à l'ordre du jour. Il semble donc que la Fed ne fera pas cavalier seul.

En somme, l'inflation sous-jacente reste supérieure à l'objectif dans la plupart des pays et la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre s'avère généralement supérieure à des niveaux compatibles avec les objectifs d'inflation à moyen terme. En conséquence, il est très incertain que l'épisode inflationniste qui a débuté en 2021 se termine rapidement, et un assouplissement monétaire significatif tel qu'il est attendu par les investisseurs pourrait bien être mal avisé.

Achevé de rédiger le 6 février 2024

Monde – Coût du fret maritime

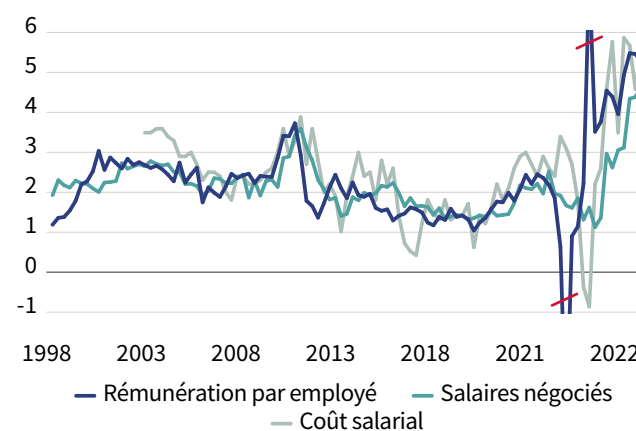
en USD par conteneur



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, février 2024.

Zone euro – Rémunération

en %, a/a



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, février 2024.

(5) Source : Eurostats, février 2024.

(6) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, février 2024.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 31/01/2024	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 657	1,5%	1,5%
Euro Stoxx 50	4 648	2,8%	2,8%
S&P 500	4 846	1,6%	1,6%
Nikkei 225	36 287	8,4%	8,4%
Devises			
EUR/USD	1,08	-2,0%	-2,0%
EUR/JPY	158,95	2,1%	2,1%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/01/2024	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	3,80%	19	19
États-Unis	5,36%	3	3
10 ans			
Zone euro	2,27%	24	24
États-Unis	3,91%	3	3

(1) Points de base.
Source : Bloomberg, données au 31/01/2024. 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 31 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

Frankfort

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

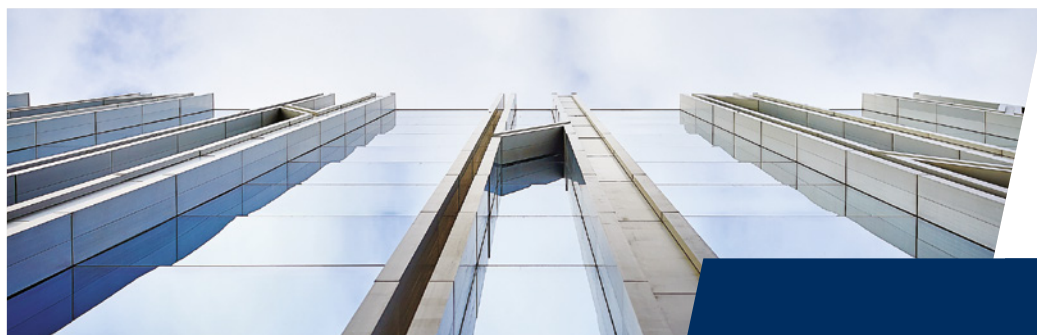
Milan

Passaggio Centrale, 3
Milano 20123
+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