



Mars 2019

Évolution de la conjoncture

Marc-Antoine COLLARD

Chef économiste, Directeur de la recherche

Après la débâcle observée au T4 2018, les marchés financiers poursuivent leur marche en avant. Cet optimisme ne repose toutefois pas sur les publications macroéconomiques dont la tonalité reste globalement médiocre, en premier lieu dans la sphère manufacturière et industrielle. Les indices Markit portant sur la confiance des entreprises manufacturières poursuivent leur déclin avec des niveaux se situant sous le seuil neutre des 50, en territoire de contraction donc, dans de nombreux pays parmi lesquels l'Allemagne, l'Italie, le Japon, la Chine et la Corée du Sud. L'explication réside plutôt dans l'espoir entourant l'apaisement des risques géopolitiques, l'efficacité de même que l'ampleur des mesures mises en place par les autorités chinoises et l'infléchissement du discours de nombreuses Banques centrales, constituant ainsi les trois piliers de ce retour de l'appétence des investisseurs pour les actifs risqués. L'activité économique mondiale devra dorénavant changer de cadence et accélérer afin de corroborer l'optimisme des marchés d'actions. Le marché obligataire reste quant à lui circonspect, comme en témoigne la faible pente de la courbe des taux souverains américains, de même que la faiblesse des taux d'intérêt européens ou encore japonais.

C'est du côté de la guerre commerciale entre les É.-U. et la Chine que l'apaisement des risques géopolitiques s'avère le plus flagrant. En effet, au vu des progrès accomplis lors des récentes discussions, les deux États pourraient parvenir à un accord préliminaire sur le commerce. L'annonce officielle interviendrait lors d'une visite du Président chinois Xi Jinping aux É.-U. à la fin mars et constituerait une victoire symbolique pour le Président américain Donald Trump, à plus forte raison après l'échec de son sommet avec le dirigeant nord-coréen. En revanche, certains obstacles demeurent, notamment le mécanisme permettant de surveiller et faire respecter les promesses chinoises, en premier lieu les clauses sur la protection de la propriété intellectuelle et l'ouverture aux investissements directs étrangers. Par ailleurs, certains risques géopolitiques demeurent. L'incertitude entourant le *Brexit* pourrait ne pas se dissiper avant plusieurs mois, alors que le Gouvernement anglais semble se résigner à demander une prolongation de l'Article 50. En outre, la question de la relation commerciale entre l'UE et les É.-U. devrait revenir sur le devant de la scène. Le département américain du Commerce a publié son rapport le 17 février dernier, ouvrant une période de réflexion de trois mois au cours de laquelle M. Trump devra décider s'il met à exécution sa menace d'augmenter les tarifs douaniers dans le secteur automobile.

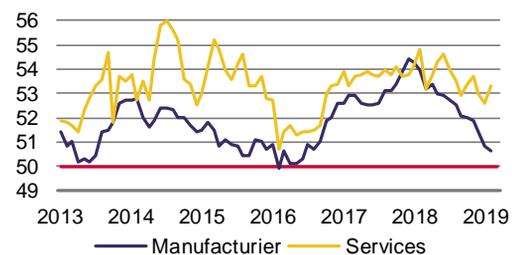
En Chine, lors de l'inauguration du Congrès annuel du Parlement, le Premier Ministre Li Keqiang a communiqué les grands axes de la politique économique de 2019. Ainsi, afin d'éviter un atterrissage désordonné de l'économie dans le sillage de la guerre commerciale sino-américaine, le Gouvernement continuera de soutenir l'activité en privilégiant les leviers fiscaux. Il table néanmoins sur une croissance économique comprise entre 6,0% et 6,5%, en décélération par rapport aux années précédentes. Jusqu'à présent, il reste complexe d'évaluer l'efficacité des mesures de soutien mises en place depuis maintenant près d'un an. De surcroît, en raison du Nouvel An chinois, peu de données économiques ont été publiées depuis le début de

Performances exprimées en devises locales

	Cours au 28/02/19	Var. sur 1 mois	Var. 2019
Marchés actions			
CAC 40	5 241	5,0%	10,8%
Eurostoxx 50	3 298	4,4%	9,9%
S&P 500	2 784	3,0%	11,1%
Nikkei 225	21 385	2,9%	6,8%
Devises			
1 € = ...USD	1,14	-0,7%	-0,8%
1 € = ...JPY	126,67	1,6%	0,7%

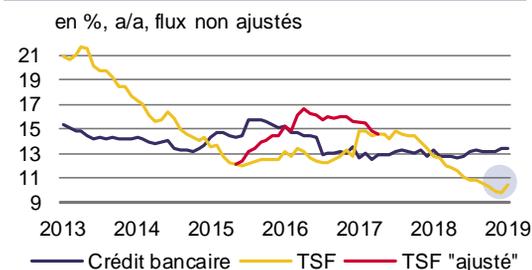
	Niveau au 28/02/19	Var. sur 1 mois	Var. 2019 p.d.b.
Taux d'intérêt			
3 mois	Zone euro	-0,51%	2
	États-Unis	2,43%	5
10 ans	Zone euro	0,18%	3
	États-Unis	2,72%	9

Monde – Indices Markit



Source Macrobond Rothschild & Co Asset Management Europe

Chine – Croissance du crédit



Source Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe

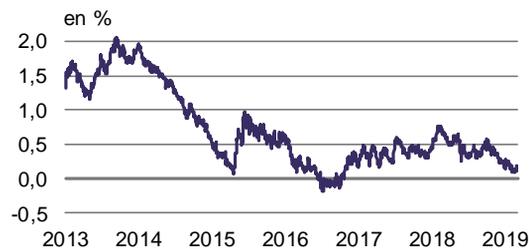
l'année. Or, parmi les quelques statistiques compilées, la hausse plus importante que prévu de la production de nouveaux crédits aura sans aucun doute été perçue comme une manifestation tangible des effets liés aux différentes annonces de réductions du taux des réserves bancaires obligatoires. Cela étant, le discours de M. Keqiang aura une fois de plus démontré à quel point les autorités sont actuellement prises en tenaille entre une volonté de réduire l'endettement et celle de favoriser la reprise.

L'infléchissement du discours de nombreuses Banques centrales aura également insufflé un vent d'optimisme. La Banque du Japon semble disposée à assouplir davantage sa politique si le yen devait nuire à l'économie et menacer la trajectoire de convergence de l'inflation vers son objectif. De son côté, la BCE a renouvelé sa confiance dans la croissance économique de la Zone euro, mais a néanmoins été contrainte de revoir à la baisse ses projections de croissance et d'inflation. Par conséquent, le Conseil des Gouverneurs a annoncé le maintien du taux directeur à son niveau actuel au moins jusqu'à la fin de cette année et a lancé un troisième programme d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III).

Enfin, la Fed a effectué un virage à 180 degrés lors de sa réunion tenue en janvier dernier. Non seulement elle a semblé convenir de la fin du resserrement de sa politique monétaire, mais elle a également laissé entendre que le processus de normalisation de la taille de son bilan s'avère être beaucoup plus avancé qu'estimé jusqu'alors. En conséquence, si l'on se fie au marché des contrats futures sur « fed funds », la probabilité d'une hausse du taux directeur cette année a disparu et celle d'une baisse l'an prochain se révèle non négligeable. Il semble donc que le président de la Fed, M. Powell, a placé très haut les attentes relatives à une politique monétaire accommodante.

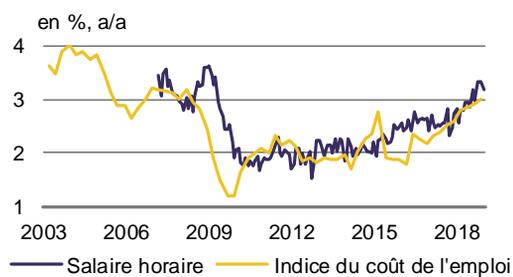
Sur ce point, deux éléments doivent être soulignés. D'une part, la remontée des coûts salariaux est de plus en plus manifeste. En effet, les capacités inutilisées jusqu'alors présentes au sein du marché du travail se sont depuis tariées, donnant lieu à la relation classique entre plein emploi et pressions salariales. Si la boucle salaire-prix est moins vigoureuse comparativement aux cycles économiques précédents, il n'en demeure pas moins que plusieurs membres de la Fed ne seront pas favorables à un statu quo monétaire. En outre, l'emballement des marchés d'actions pourrait paradoxalement déstabiliser la Fed. À n'en pas douter, la chute des cours boursiers en décembre dernier a choqué le Comité monétaire et explique, en partie du moins, le changement de ton. Or, la remontée a été tout aussi impressionnante que la baisse et l'assouplissement des conditions financières l'accompagnant sera un élément dont la Fed ne pourra ignorer les effets stimulants sur l'économie. En somme, il faudra attendre la publication des nouvelles prévisions macroéconomiques à l'issue de la réunion du 20 mars prochain afin d'attester de la sincérité du changement de cap. Cela peut d'ailleurs expliquer le peu d'empressement de la courbe des taux à entamer une reprofilingation que ces annonces auraient dû, en théorie, enclencher.

Allemagne – Taux souverain 10 ans



Source Bloomberg, Rothschild & Co Asset management Europe

États-Unis – Coûts salariaux du secteur privé



Source Macrobond, Rothschild & Co Asset management Europe

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.