

Lettre mensuelle

Février 2018



Marc-Antoine COLLARD
Chef économiste, Directeur de la recherche

Évolution de la conjoncture

Un peu partout, la confiance des entreprises continue de s'affermir comme en témoigne la hausse de l'indice Markit composite mondial en janvier, dépassant le niveau des 54, un plus haut depuis début 2015. Toutefois, suivant l'orientation récemment observée, les données provenant d'enquêtes auprès des entreprises ont eu tendance à surestimer la vigueur réelle de l'économie. Reste que, lors de sa récente mise à jour des perspectives économiques, le FMI a relevé ses prévisions de croissance mondiale – 3,9 % en 2018 et 2019 après 3,7 % en 2017 – en raison notamment des effets attendus des modifications de la politique fiscale américaine approuvées récemment. Cette dernière représente d'ailleurs environ la moitié de la révision cumulée de la croissance mondiale sur la période 2018–19.

Ces prévisions présument que l'abaissement des taux de l'impôt sur les bénéfices des entreprises stimulera l'investissement et l'emploi. Il est également supposé que la baisse des recettes fiscales ne sera pas compensée par des compressions de dépenses à court terme, avec pour effet une détérioration des finances publiques. La réforme fiscale devrait ainsi stimuler la demande intérieure, mais également accroître les importations. Le creusement des déficits jumeaux – déficit de la balance commerciale et déficit public – pourrait expliquer en partie la dépréciation du dollar dont le niveau est près d'un plus bas depuis 2015.

Évidemment, plusieurs facteurs d'incertitudes entourent ces projections, en premier lieu l'ampleur de l'impulsion donnée à l'activité économique. D'une part, certaines entreprises pourraient choisir d'augmenter leurs dividendes, racheter leurs actions ou encore faciliter les fusions et acquisitions plutôt que d'investir. Les ménages aisés – grands gagnants du plan fiscal – pourraient épargner au lieu de consommer. Sous cet angle, les perspectives de croissance économique mondiale paraissent optimistes.

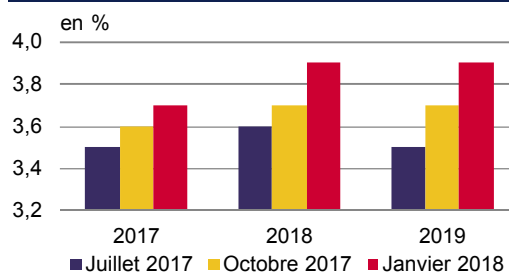
À l'inverse, une accélération économique encore plus rapide que ce qui est envisagé pourrait exercer une pression à la hausse sur les tensions inflationnistes et conduire à un durcissement plus abrupt de la politique monétaire américaine, contribuant au durcissement des conditions financières mondiales. Les implications seraient nombreuses, notamment concernant les flux de capitaux vers les pays dont les besoins de financement et les engagements en dollars sont élevés. En ce sens, les entreprises non-financières de nombreux pays émergents seraient particulièrement exposés à ces difficultés.

Performances exprimées en devises locales

	Cours au 31-janv.-18	Var. sur 1 mois	Var. 2018
Marchés actions			
CAC 40	5 482	3,2%	3,2%
Eurostoxx 50	3 609	3,0%	3,0%
S&P 500	2 824	5,6%	5,6%
Nikkei 225	23 098	1,5%	1,5%
Devises			
1 € = ...USD	1,25	3,7%	3,7%
1 € = ...JPY	135,60	0,4%	0,4%

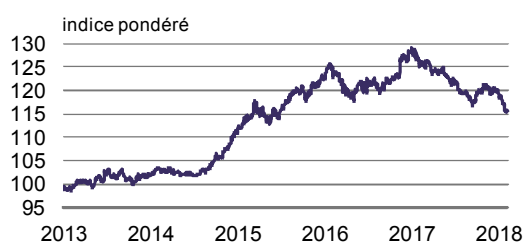
	Niveau au 31-janv.-18	Variation un mois p.d.b.	Variation 2018 p.d.b.
Taux d'intérêt			
3 mois	Zone euro	-0,57%	21
	États-Unis	1,46%	8
10 ans	Zone euro	0,70%	27
	États-Unis	2,71%	30

Monde – Projections croissance économique



Source FMI, Rothschild Asset Management

États-Unis – Taux de change effectif

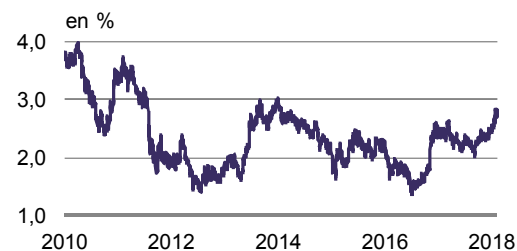


Source Bloomberg, Rothschild Asset Management

Les récentes statistiques du marché du travail aux États-Unis ont attisé les craintes de ce second scénario où la croissance économique soutenue diffuserait ses effets sur l'inflation salariale. En effet, les salaires horaires ont progressé davantage que prévu, en hausse de 2,9 % en glissement annuel (a/a) en janvier, soit le rythme le plus rapide depuis 2009. Or, un mois ne fait pas une tendance et plusieurs facteurs spécifiques peuvent expliquer cette surprise. Ainsi, il est intéressant de souligner que le salaire horaire des non-cadres n'était en hausse que de 2,4 % a/a en janvier, au contraire de ce qu'auraient laissé à penser les annonces de revalorisation des rémunérations des emplois peu qualifiés de certaines entreprises – Wal Mart en tête. En outre, l'indice du coût travail a enregistré une hausse de 2,6 % a/a au 4^e trimestre et ne montre pas de signe évident d'accélération. Cet indice est une mesure plus large et plus complète que la progression du salaire horaire puisqu'il vise à refléter l'évolution du coût horaire du travail de la main-d'œuvre salariée en intégrant tous les éléments de coût – salaires et charges. Enfin, la hausse pour un deuxième mois consécutif du taux de chômage élargi, qui inclut notamment les travailleurs à temps partiels contraints de même que les chômeurs découragés, est le reflet d'un marché du travail possédant toujours quelques capacités inutilisées, ce qui représente un facteur susceptible de freiner la hausse des salaires.

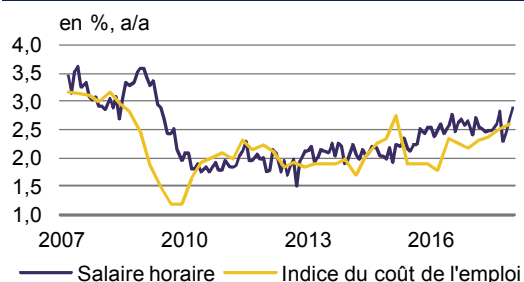
Pour autant, certains membres de la Fed pourraient voir dans les plus récentes statistiques une justification pour ajouter une hausse de taux supplémentaire à leur projection, ce qui porterait à quatre le nombre de rehaussements envisagés cette année. Le départ de Janet Yellen, très sensible au mandat du plein emploi de la Fed, ajoute une part d'incertitude, d'autant plus que de nouveaux membres ont fait et feront leur arrivée au conseil monétaire. Certains d'entre eux sont d'ailleurs reconnus pour leur biais très ferme au regard du mandat de l'inflation et leur critique envers la politique accommodante adoptée par la Fed depuis la crise. Ainsi, la turbulence actuelle sur les marchés financiers retentit comme pénible rappel que l'environnement financier deviendra beaucoup plus complexe à mesure que l'inflation mondiale se normalise et que les banques centrales s'ajustent en conséquence.

États-Unis – Taux obligataire souverain 10 ans



Source : Bloomberg, Rothschild Asset Management

États-Unis – Croissance des salaires



Source : Datastream, Rothschild Asset Management