

# Lettre mensuelle

Novembre 2018



Marc-Antoine COLLARD  
Chef économiste, Directeur de la recherche

## Évolution de la conjoncture

Après un mois d'octobre très chahuté, les marchés boursiers ont récemment repris des couleurs dans l'espoir que les facteurs négatifs ayant malmené l'économie mondiale depuis le début de l'année finiront par s'estomper, permettant une ré-accélération du cycle d'investissement au rythme d'une potentielle amélioration du moral des entreprises. Or, pour le moment, les indicateurs économiques avancés sont mitigés. Certes, l'indice Markit portant sur la confiance des entreprises dans le secteur des services progresse légèrement en octobre, soutenue notamment par un marché du travail bien orienté dans de nombreux pays. En revanche, la tendance baissière ne s'est toujours pas infléchie au sein des entreprises manufacturières, inquiétées par les conséquences des mesures commerciales mises en place par l'Administration Trump et les perspectives économiques plus faibles pour certains pays émergents clés.

Le durcissement des conditions financières explique également la détérioration du moral des entreprises. La désynchronisation de l'économie mondiale – croissance soutenue aux É.-U., mais plus modeste dans le reste du monde – rend la politique monétaire américaine d'autant plus pénalisante qu'elle a une incidence sur des pays contraints d'adopter son aspect restrictif, sans que cela ne soit justifié par la vigueur de leur activité économique domestique. En outre, il semble que la Fed reste résolument convaincue qu'elle doit poursuivre sa normalisation monétaire, adoptant d'ailleurs une approche semblable à un pilotage automatique. Une majorité de ses membres estime même que la politique monétaire devra être portée à un niveau restrictif au cours des prochains trimestres, décision non sans risque. Si la bonne tenue du marché du travail et une économie robuste représentent autant d'éléments pouvant justifier cette posture, la faiblesse des anticipations d'inflation et l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt témoignent néanmoins d'une grande incertitude entourant le niveau du taux directeur jugé « neutre ». Par conséquent, le risque d'une erreur de politique monétaire ne peut être sous-estimé.

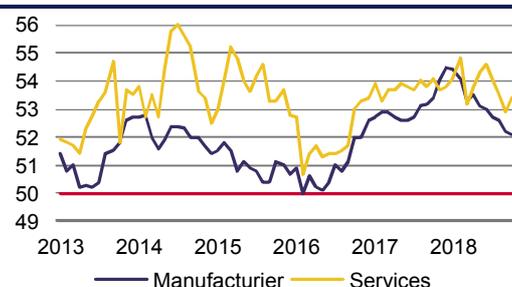
Paradoxalement, la guerre commerciale aura stimulé la croissance chinoise au T3 2018, aidée par la bonne dynamique de ses exportations. En effet, de nombreuses entreprises américaines ont décidé de fortement augmenter leurs stocks de produits importés de Chine en anticipation de nouvelles mesures dans une guerre commerciale dont l'issue – et la durée – reste malgré tout incertaine. Ce soutien, assurément temporaire, ne saurait toutefois complètement camoufler l'essoufflement plus large de l'économie, se reflétant en premier lieu dans le secteur manufacturier chinois dont la détérioration de la confiance des entreprises s'avère manifeste. Les effets des mesures adoptées par les autorités chinoises pour soutenir l'activité tardent à se faire sentir et d'autres ajustements pourraient avoir lieu au cours des prochains mois. Cela étant, les marges de manœuvre, notamment concernant la relance du crédit et de l'endettement, ne sont pas illimitées dans un pays où le service de la dette privée atteint des sommets. De plus, la dépréciation du yuan,

## Performances exprimées en devises locales

|                        | Cours au<br>31-oct-18 | Var. sur<br>1 mois | Var.<br>2018 |
|------------------------|-----------------------|--------------------|--------------|
| <b>Marchés actions</b> |                       |                    |              |
| CAC 40                 | 5 093                 | -7,3%              | -4,1%        |
| Eurostoxx 50           | 3 198                 | -5,9%              | -8,7%        |
| S&P 500                | 2 712                 | -6,9%              | 1,4%         |
| Nikkei 225             | 21 920                | -9,1%              | -3,7%        |
| <b>Devises</b>         |                       |                    |              |
| 1 € = ...USD           | 1,13                  | -2,4%              | -5,6%        |
| 1 € = ...JPY           | 128,15                | -2,3%              | -5,1%        |

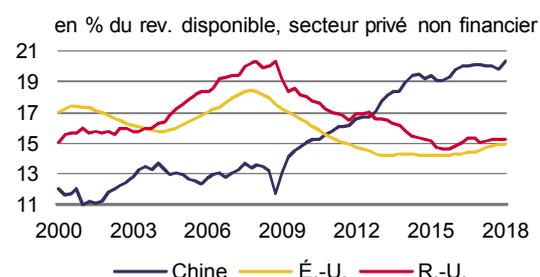
|                       | Niveau au<br>31-oct-18 | Variation<br>un mois<br>p.d.b. | Variation<br>2018<br>p.d.b. |
|-----------------------|------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| <b>Taux d'intérêt</b> |                        |                                |                             |
| 3 mois                | Zone euro              | -0,76%                         | -20                         |
|                       | États-Unis             | 2,33%                          | 13                          |
| 10 ans                | Zone euro              | 0,39%                          | -4                          |
|                       | États-Unis             | 3,14%                          | 8                           |

## Monde – Indices Markit



Source Datastream, Rothschild & Co Asset Management Europe

## Monde – Service de la dette privée



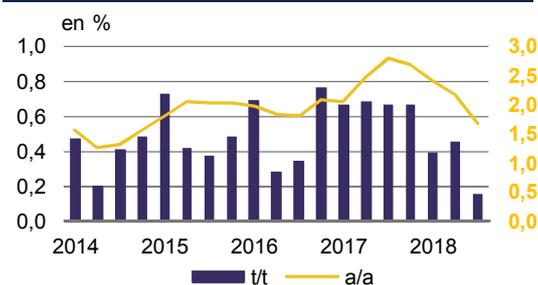
Source BRI, Rothschild & Co Asset Management Europe

outil également susceptible d'être utilisé afin de soutenir l'économie, a entraîné une baisse des réserves de change de -100 mds USD depuis le début de l'année, et tout particulièrement au cours des trois derniers mois, nous rappelant dès lors les limites de son utilisation.

En Zone euro, la croissance économique du T3 2018, d'à peine 0,2% t/t, aura été plutôt décevante. L'Espagne (0,6 %) demeure, encore une fois, un des principaux moteurs. Le PIB français (0,4 %) a quant à lui rebondi à la faveur de la fin des mouvements de grèves dans le transport ferroviaire, mais également grâce à l'investissement des entreprises. *A contrario*, les résultats en Allemagne et en Italie auront largement déçu. Si les statistiques allemandes ne seront disponibles qu'à la mi-novembre, il semble acquis que la croissance y sera très faible, voire même négative. Des facteurs temporaires expliquent cependant cette contreperformance. En effet, l'économie allemande a souffert de la faiblesse de la production de véhicules, alors que les constructeurs ont dû s'adapter aux nouvelles procédures d'évaluation des émissions de l'Union européenne (UE). Lorsque les problèmes de conversion dans l'industrie automobile auront été réglés, le rythme de croissance devrait rebondir.

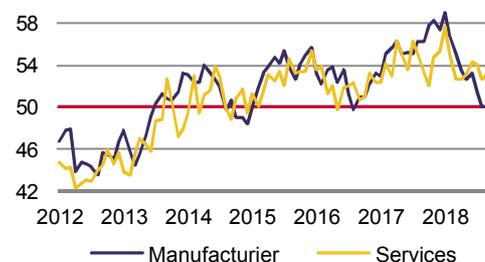
Par contre, en Italie, la situation devient de plus en plus inquiétante. Depuis la formation au printemps dernier d'un gouvernement populiste, le pays enregistre un affaiblissement marqué. Le PIB a stagné au T3 2018 – plus mauvais résultat depuis 2014 – et la confiance des entreprises a touché un plus bas en près de cinq ans, l'indice Markit italien se repliant sous le seuil des 50 en octobre, soit en territoire de contraction. Une nouvelle stagnation du PIB au T4 ne peut donc être exclue, ce qui mettrait l'acquis de croissance à seulement 0,1% pour 2019, alors que le gouvernement italien anticipe, lui, une croissance de 1,5 %. Or, la politique budgétaire expansionniste qu'il veut mettre en place, et le creusement du déficit public qui l'accompagne, pourraient ne pas produire la relance désirée, voire même déclencher des effets récessifs en raison de l'évolution des taux d'intérêt. En effet, la hausse des taux souverains risque de se répercuter sur le coût de refinancement des banques dans un contexte où le lien banques-souverain n'a pas été rompu. Le résultat serait de renchérir le coût du crédit et de modérer la distribution de prêts au secteur privé, avec un effet déprimant sur la demande interne. En outre, l'incertitude politique est de nature à créer un climat d'attentisme, pouvant causer une hausse de l'épargne de précaution des ménages et un report des investissements des entreprises. Au final, la confrontation entre le gouvernement italien et la Commission Européenne devrait se poursuivre et ultimement cette dernière pourrait être contrainte de débiter une procédure pour déficit excessif, avec à la clé des pénalités financières pouvant atteindre près de 4 milliards d'euros.

## Zone euro – Croissance économique



Source Datastream, Rothschild & Co Asset management Europe

## Italie – Indices Markit



Source Datastream, 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.