

Lettre mensuelle

Août 2018



Marc-Antoine COLLARD
Chef économiste, Directeur de la recherche

Évolution de la conjoncture

La désynchronisation de l'économie mondiale se poursuit, avec d'un côté un essoufflement dans de nombreuses régions, et de l'autre une dynamique robuste aux États-Unis. La croissance économique américaine du T2 2018 a atteint 1 % t/t (ou 4,1 % t/t annualisé), renouant avec le rythme de croissance observé en 2014. Plusieurs facteurs temporaires ont cependant dopé cette croissance. En décidant, en avril dernier, de surtaxer l'acier et l'aluminium importés aux États-Unis, l'Administration Trump a déclenché les hostilités avec la Chine qui a répliqué en décidant à son tour de surtaxer le soja américain et d'autres produits. Ainsi, les dépenses de consommation des ménages ont fortement augmenté au T2, stimulées notamment par une hausse des dépenses de biens durables, en particulier l'acquisition de voitures. Certains constructeurs ont averti que l'augmentation du coût de l'acier et de l'aluminium pourrait les contraindre à augmenter le prix des voitures, ce qui aura vraisemblablement incité certains ménages à devancer leurs achats. Autre facteur, les exportations nettes ont connu leur plus forte progression en près de cinq ans. Les ventes de soja ont bondi dans le sillage de la surtaxe décidée par les autorités chinoises, mouvement largement anticipé par les acheteurs étrangers qui ont fait des réserves et le plein des silos.

Or, c'est en zone euro que la perte de vitesse de l'économie mondiale est assurément le plus visible. Au T2 2018, la hausse du PIB n'a été que de 0,3 % t/t, égalisant le rythme du T1, et surtout loin des 0,7 % t/t enregistrés en moyenne à chaque trimestre l'an dernier. Si la composition de la croissance ne sera publiée qu'ultérieurement, il semble que la faiblesse des exportations nettes soit en partie responsable de cette dynamique moins porteuse. Le ralentissement chinois, la hausse passée de l'euro et les mesures protectionnistes sont autant d'éléments pouvant expliquer la relative faiblesse du secteur extérieur. Sur ce dernier élément, la visite à la Maison Blanche du président de la Commission européenne (CE) M. Juncker aura permis de temporiser la situation commerciale entre les États-Unis et l'Europe. Cela étant, la portée de l'accord intervenu lors de cette visite reste floue. Un groupe de travail Bruxelles-Washington va bien être lancé afin d'examiner les moyens d'abaisser les barrières commerciales entre les deux zones, mais les conclusions ne seront rendues qu'en novembre, au plus tôt, et surtout elles ne seront pas engageantes. De plus, la perspective d'un accord commercial reste limitée puisque le secteur automobile a sciemment été exclu de la réflexion. Enfin, l'incertitude politique en Europe (Italie et « Brexit ») rend cette négociation d'autant plus compliquée.

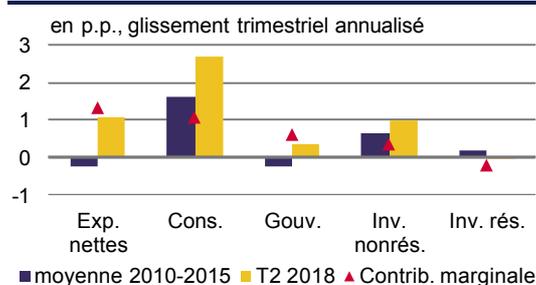
En Italie, la récente remontée des taux souverains atteste de l'inquiétude des marchés face au risque de conflit au sein du gouvernement. Le risque d'un départ du ministre des Finances, M. Tria – alors que ce dernier est considéré comme la seule caution de l'orthodoxie budgétaire – a été perçu comme une menace sur l'équilibre des finances publiques et a provoqué un nouvel épisode de

Performances exprimées en devises locales

| | Cours au 31-juil.-18 | Var. sur 1 mois | Var. 2018 |
|------------------------|-------------------------|--------------------|--------------|
| Marchés actions | | | |
| CAC 40 | 5 511 | 3,5% | 3,7% |
| Eurostoxx 50 | 3 525 | 3,8% | 0,6% |
| S&P 500 | 2 816 | 3,6% | 5,3% |
| Nikkei 225 | 22 554 | 1,1% | -0,9% |
| Devises | | | |
| 1 € = ...USD | 1,17 | 0,2% | -2,6% |
| 1 € = ...JPY | 130,84 | 1,4% | -3,1% |

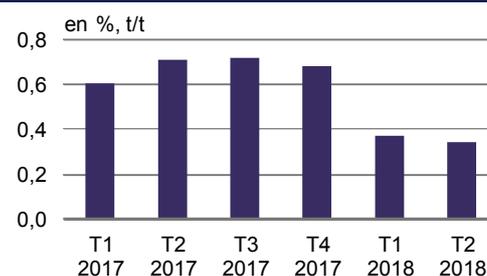
| | Niveau au 31-juil.-18 | Variation un mois p.d.b. | Variation 2018 p.d.b. |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| Taux d'intérêt | | | |
| 3 mois | Zone euro | -0,54% | 9 |
| | États-Unis | 2,02% | 11 |
| 10 ans | Zone euro | 0,44% | 14 |
| | États-Unis | 2,96% | 10 |

États-Unis – Contribution à la croissance



Source Datastream, Rothschild Asset Management

Zone euro – Croissance du PIB



Source Datastream, Rothschild Asset Management

tensions. Le financement des baisses d'impôts promises par le parti de la Ligue, de même que la promesse du revenu universel du Mouvement 5 étoiles (M5S), nécessiteraient des coupes importantes dans les dépenses afin de respecter les engagements du pays face à la CE, coupes qui ne sont évidemment à l'ordre du jour d'aucun parti.

Par ailleurs, la probabilité d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord commercial semble s'être accentuée au cours des derniers mois. Le gouvernement anglais se préparerait à l'éventualité d'un échec des négociations et une réunion ministérielle spéciale serait à l'ordre du jour début septembre pour réfléchir à la gestion d'un « Brexit » dur. Malgré l'incertitude, la Banque d'Angleterre a rehaussé son taux directeur lors de sa réunion de juillet, justifiant sa décision par le renforcement des pressions inflationnistes en lien avec la faiblesse du chômage. Reste qu'elle a néanmoins jugé le risque d'une sortie désordonnée d'inconfortablement élevé, tout en reconnaissant que la normalisation de sa politique monétaire serait très graduelle, ne pouvant difficilement envisager plus d'une hausse du taux directeur par année. C'est dans ce contexte que la livre a atteint un plus bas en près d'un an face à l'euro et au dollar.

En Chine, les indicateurs conjoncturels montrent depuis quelques mois des signes évidents de ralentissement de l'économie. Les indices Markit portant sur la confiance des entreprises ont reculé en juillet. La composante des anticipations futures des entreprises a même atteint un plus bas depuis la fin 2015. Les risques liés à une guerre commerciale ont ainsi commencé à peser sur le moral des entreprises et pourraient notamment affecter les décisions d'investissement. Toutefois, les autorités chinoises ont déjà annoncé certaines mesures de soutien, dont une autre diminution du taux des réserves bancaires obligatoires. Sur le change, l'ampleur de la dépréciation récente surprend : près de -10 % contre le USD depuis le mois d'avril. Les réserves de change ont légèrement augmenté en juillet, signe que ce mouvement ne semble pas préoccupant pour le moment. Il s'agit d'ailleurs d'une possible mesure de représailles envers l'instauration par l'Administration Trump de tarifs douaniers de 25 % sur \$50 milliards (MM) d'importations chinoises, à laquelle pourrait s'ajouter \$200 MM de marchandises supplémentaires d'ici fin septembre.

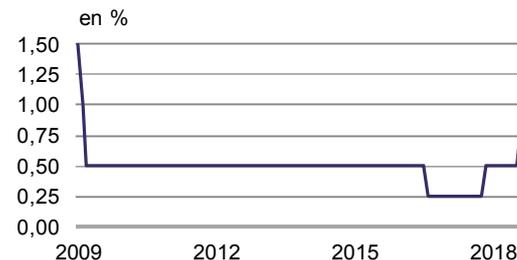
Toutefois, l'utilisation de la devise comme moyen de riposte a ses limites, car risquant de déstabiliser le marché des changes des pays émergents déjà secoué par le durcissement de la politique monétaire américaine. La Banque centrale chinoise a ainsi décidé de resserrer les critères des opérations sur les marchés des changes afin d'empêcher des mouvements spéculatifs à la baisse sur le yuan. Pékin craint en effet une nouvelle vague de sortie de capitaux à l'instar de la situation de 2015-2016 qui avait coûté plusieurs centaines de MM de réserves de change pour inverser la tendance et avait mis en danger la stabilité financière du pays.

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 Asset Management 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 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.

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.

Royaume-Uni – Taux directeur



Source Datastream, Rothschild Asset Management

Chine – Taux de change p/r au USD



Source Datastream, Rothschild Asset Management