

# Lettre mensuelle

Septembre 2018



Marc-Antoine COLLARD  
 Chef économiste, Directeur de la recherche

## Évolution de la conjoncture

Aux États-Unis, les récentes données macroéconomiques semblent indiquer que l'activité demeure robuste. La bonne santé du marché du travail ne se dément pas et stimule la consommation des ménages. En outre, depuis l'arrivée du Président Trump et de la majorité républicaine au Congrès, les dépenses publiques soutiennent de plus en plus la croissance économique, avec en contrepartie un effet négatif évident sur le solde budgétaire. Les dépenses d'investissement des entreprises sont également un facteur de soutien. Cela étant, une récente étude de la Fed montre que les entreprises américaines rapatriant leur trésorerie placée à l'étranger à la faveur de la réforme fiscale votée en toute hâte à la fin de l'année dernière ont certes gonflé leurs rachats d'actions, mais surtout que la réforme n'a pas induit de hausse de l'investissement en machinerie ou équipement. En outre, une certaine confusion règne quant au niveau d'optimisme des entreprises manufacturières américaines. D'un côté, l'indice ISM manufacturier a atteint en août un plus haut depuis 2004, présageant d'une possible accélération de l'activité économique américaine au second semestre. De l'autre, l'indice Markit manufacturier reste à un niveau élevé, mais sa tendance baissière depuis plusieurs mois se poursuit et laisse à penser que l'incertitude lié au risque de guerre commerciale continue de peser sur les perspectives des entreprises. À l'exception de quelques-uns de ses membres, la Fed semble convaincue de l'importance de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, reconnaissant tout de même que le débat concernant le niveau d'équilibre de son taux directeur n'a pas été tranché. Or, la divergence des rythmes de croissance s'accroît à l'échelle mondiale et les effets négatifs de ce resserrement monétaire se révèlent dans certains segments de l'économie américaine, notamment le secteur immobilier, mais également au-delà de ses frontières.

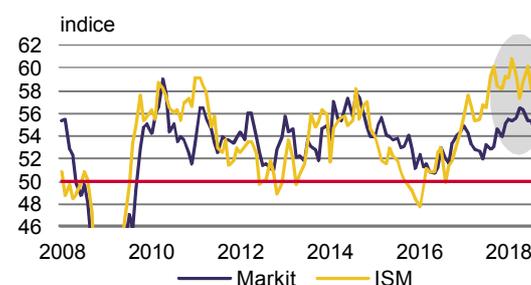
En effet, des fragilités accrues – notamment financières – sont de plus en plus visibles dans les pays émergents et les turbulences se sont intensifiées au cours des dernières semaines. Si la situation complètement chaotique au Venezuela est idiosyncratique, l'environnement économique s'est rapidement dégradé en Argentine où la Banque centrale a été contrainte de relever son taux directeur à 60 % pour défendre sa devise – en baisse de -52 % face au dollar depuis le début de l'année – et le Président du pays a demandé l'aide du FMI pour faire face à la crise. De son côté, l'Afrique du Sud est officiellement entrée en récession au premier semestre 2018, ce qui a pesé sur le rand en baisse de -21 %. En Turquie, la situation économique s'est également dégradée. Le taux d'inflation frise les 18 % pour ce pays aux besoins de financements externes très importants. Signe inquiétant, la confiance des entreprises a chuté à un niveau très bas et les différentes mesures mises en place par le gouvernement n'ont permis qu'une stabilisation de la lire, tout de même en retrait de -43 % depuis le début de l'année. Or, un test important interviendra en novembre, lorsque les sanctions américaines contre les exportations de pétrole iranien entreront en

## Performances exprimées en devises locales

	Cours au 31-août-18	Var. sur 1 mois	Var. 2018
<b>Marchés actions</b>			
CAC 40	5 407	-1,9%	1,8%
Eurostoxx 50	3 393	-3,8%	-3,2%
S&P 500	2 902	3,0%	8,5%
Nikkei 225	22 865	1,4%	0,4%
<b>Devises</b>			
1 € = ...USD	1,16	-0,6%	-3,1%
1 € = ...JPY	129,05	-1,4%	-4,4%

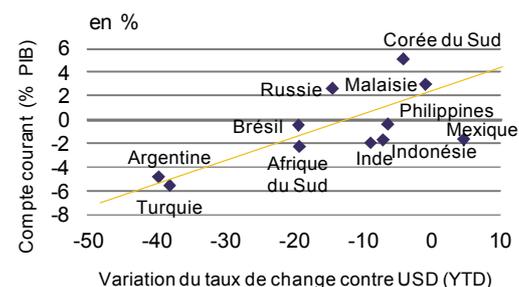
	Niveau au 31-août-18	Variation un mois p.d.b.	Variation 2018 p.d.b.
<b>Taux d'intérêt</b>			
3 mois	Zone euro	-0,55%	-1
	États-Unis	2,09%	7
10 ans	Zone euro	0,33%	-12
	États-Unis	2,86%	-10

## États-Unis – Climat des affaires



Source Datastream, Rothschild Asset Management

## Émergents – Taux de change et compte courant



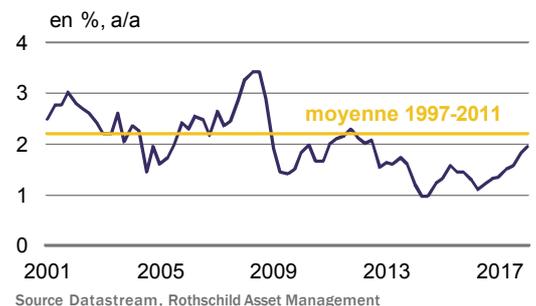
Source Macrobond, Bloomberg, Rothschild Asset Management

vigueur. En effet, les besoins énergétiques turcs reposent en partie sur l'Iran dans un contexte où les relations diplomatiques entre les États-Unis et la Turquie se sont fortement détériorées.

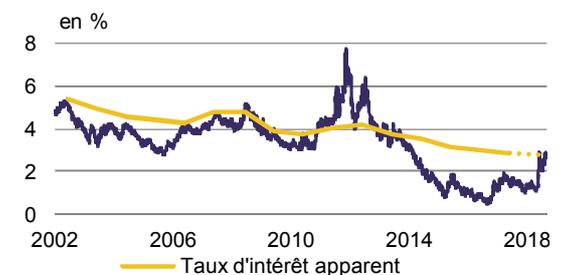
Toutefois, la contagion au sein des pays émergents a épargné certains pays, notamment en Asie. Ainsi, en Chine, les indices Markit portant sur la confiance des entreprises ont certes reculé en août, mais le ralentissement de l'activité économique reste graduel. En outre, les effets de la récente baisse des taux d'intérêt décidée par les autorités chinoises vont progressivement se diffuser, tout comme ceux de la reprise des dépenses d'infrastructure et de la réforme fiscale visant à redonner du pouvoir d'achat aux ménages. Ces éléments sont devenus nécessaires afin d'éviter un freinage brutal de la croissance alors qu'une nouvelle salve de sanctions américaines – portant sur 200 MM\$ d'importations – pourrait intervenir au cours des prochaines semaines, s'ajoutant alors aux droits de douanes de 25 % déjà prélevés sur 50 MM\$ d'importations chinoises.

En Zone euro, les répercussions de cette montée de l'aversion pour le risque touchant une majorité de pays émergents se feront sentir par le biais du canal du secteur bancaire ainsi que celui du commerce. Déjà, la confiance des entreprises manufacturières, davantage influencée par les éléments externes, se révèle en perte de vitesse depuis plusieurs mois et a atteint en août un plus bas en près de deux ans. En revanche, la dynamique interne reste porteuse, tirée notamment par un marché du travail robuste. Le taux de chômage est resté stable en juillet à 8,2%, un creux depuis novembre 2008. De plus, cette tendance favorable de l'emploi semble finalement se répercuter sur les salaires dont la croissance atteint près de 2 % en glissement annuel, représentant ainsi un facteur de soutien important au pouvoir d'achat des ménages. L'incertitude politique demeure un nuage manifeste dans le paysage européen, mais quelques éléments invitent à un certain optimisme. En effet, le ministre de l'Intérieur et vice-président du Conseil italien, Matteo Salvini, s'est efforcé d'apaiser les craintes sur le déficit budgétaire italien en assurant que les hausses de dépenses et baisses d'impôts annoncées pendant la dernière campagne électorale ne seraient mises en œuvre que de manière progressive. L'agence de notation Fitch a récemment confirmé la note souveraine à long terme de l'Italie, mais a abaissé sa perspective à « négative » en évoquant un risque de dérapage budgétaire, convaincant vraisemblablement le Gouvernement d'envoyer des signaux d'apaisement. Reste à voir quels seront les arbitrages retenus dans le budget devant être envoyé à la Commission européenne au plus tard le 15 octobre prochain.

### Zone euro – Rémunération des salariés



### Italie – Taux souverain 7ans



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.