



Avril 2019

Évolution de la conjoncture

Marc-Antoine COLLARD

Chef économiste, Directeur de la recherche

Les fluctuations des marchés financiers au cours des derniers mois ont une fois encore mis en lumière l'imbrication extraordinaire entre ces derniers et les Banques centrales. D'un côté, les marchés sont à l'affût des moindres faits et gestes des Banques centrales, au travers desquels ils cherchent un motif de réconfort. De l'autre, les Banques centrales scrutent les marchés financiers pour y décèler des signaux sur l'activité économique future. Cette interaction contribue d'ailleurs à expliquer, en partie du moins, la volte-face récente de la Fed dans le cadre de son processus de normalisation, et plus globalement le ton résolument accommodant adopté par une majorité de responsables des politiques monétaires. Pour autant, les avertissements envoyés par le marché obligataire – taux souverains écrasés, aplatissement, voire inversion, de la courbe des taux – se révèlent incompatibles avec un scénario de ré-accélération du cycle économique mondial et des pressions inflationnistes censées l'accompagner.

Le moral des entreprises manufacturières reste globalement déprimé, pénalisé par les incertitudes géopolitiques. En revanche, celui des entreprises du secteur des services se trouve mieux orienté et cette dichotomie sectorielle transparaît particulièrement en Zone euro. En effet, l'indice Markit manufacturier s'y est enfoncé encore davantage en mars (47,5), un plus bas en six ans, alors que le Markit du secteur des services atteint 53,3, aidé notamment par une demande intérieure soutenue et un dosage des politiques publiques s'étant bonifié. Ainsi, en réponse au fléchissement des perspectives de croissance et d'inflation, la BCE a assoupli encore davantage sa politique monétaire, décision à laquelle s'ajoute l'orientation plus expansionniste de la politique budgétaire en Zone euro où un effort de stimulation de l'ordre de 0,5 point de pourcentage de PIB est prévu.

En Asie, les principaux indices de confiance des entreprises ont renvoyé des signaux mitigés quant aux perspectives de croissance économique. Les indices Markit manufacturiers en Corée du Sud (48,2) et à Taïwan (49), deux pays baromètres de la vigueur du commerce mondial, ont repris des couleurs mais demeurent toutefois sous le seuil des 50, en territoire de contraction donc. Au Japon, l'indice Tankan, publié trimestriellement par la Banque du Japon (BoJ), montre une dégradation du moral des grandes entreprises du secteur industriel, la plus rapide depuis le T4 2012, alors que l'indice a atteint son plus bas niveau en deux ans. Lors de sa réunion de politique monétaire tenue en mars, la BoJ a assombri son diagnostic économique et, s'il ne cède pas à l'alarmisme, son Gouverneur M. Kuroda s'est néanmoins dit prêt à renforcer son soutien à l'activité si la situation devait se dégrader.

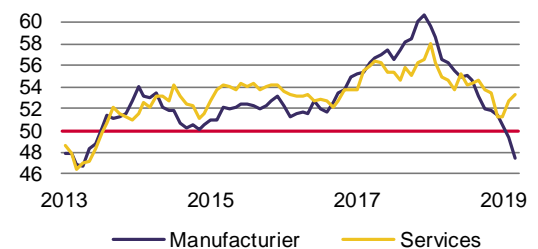
Les données macroéconomiques chinoises récentes ont, quant à elles, été plutôt décevantes tant au niveau de la production industrielle que de l'investissement immobilier ou des entreprises. Toutefois, après trois mois consécutifs en territoire de contraction, les deux principaux indices de confiance du secteur manufacturier chinois – Caixin/Markit (50,8) et NBS (50,5) – ont tous deux rebondi en mars pour revenir au-dessus de 50, atteignant ainsi un plus haut depuis l'été dernier et ravivant l'espoir d'un nouvel élan de l'économie grâce

Performances exprimées en devises locales

| | Cours au 28/03/19 | Var. sur 1 mois | Var. 2019 |
|------------------------|----------------------|--------------------|--------------|
| Marchés actions | | | |
| CAC 40 | 5 297 | 1,1% | 12,0% |
| Eurostoxx 50 | 3 320 | 0,7% | 10,6% |
| S&P 500 | 2 815 | 1,1% | 12,3% |
| Nikkei 225 | 21 034 | -1,6% | 5,1% |
| Devises | | | |
| 1 € = ...USD | 1,12 | -1,3% | -2,1% |
| 1 € = ...JPY | 124,16 | -2,0% | -1,3% |

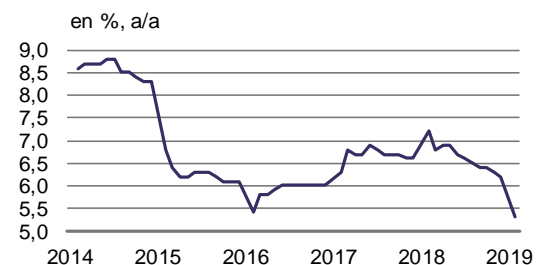
| | Niveau au 28/03/19 | Var. sur 1 mois | Var. 2019 p.d.b. |
|-----------------------|-----------------------|--------------------|---------------------|
| Taux d'intérêt | | | |
| 3 mois | Zone euro | -0,53% | -2 |
| | États-Unis | 2,38% | -5 |
| 10 ans | Zone euro | -0,07% | -31 |
| | États-Unis | 2,41% | -31 |

Zone euro – Indice de confiance Markit



Source Macrobond Rothschild & Co Asset Management Europe

Chine – Production industrielle

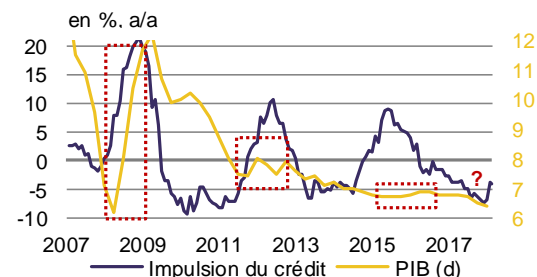


Source Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe

aux mesures de soutien mises en place par les autorités. Plus spécifiquement, la relance monétaire s'est concentrée sur les banques, la Banque populaire de Chine (PBOC) ayant abaissé les réserves bancaires obligatoires, injecté une grande quantité de liquidité et lancé un programme facilitant l'accès aux prêts à terme visant à soutenir l'octroi de crédit aux petites entreprises. La trajectoire de la croissance du crédit demeure cependant désordonnée : en janvier, elle avait fortement impressionné par son ampleur mais se révélait largement en-deçà des attentes en février. Quoiqu'il en soit, le marché d'actions semble avoir fait le pari que les autorités chinoises disposent de moyens quasi-illimités pour soutenir l'activité. Pourtant, la nécessité de contenir l'endettement des entreprises, et dans une certaine mesure celui des ménages, les efforts nécessaires liés aux problèmes de pollution ou encore de corruption sont autant d'éléments représentant des obstacles et contraintes potentiellement sous-estimés par les investisseurs.

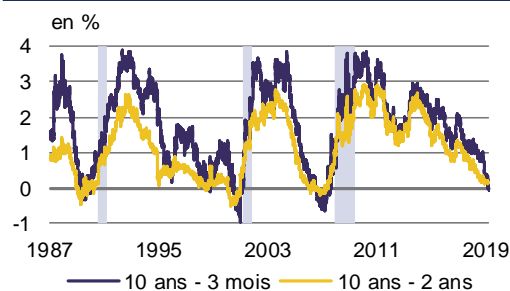
Si la BoJ, la BCE ou encore la PBOC se sont toutes alignées dans le même effort d'assouplissement de leur politique, c'est assurément du côté de la Fed que le revirement monétaire a été le plus spectaculaire. Certes, les statistiques ont quelque peu fléchi en ce début d'année, notamment la consommation des ménages. Des éléments temporaires – la fermeture d'une partie du Gouvernement fédéral et les aléas météorologiques – ont cependant causé des effets vraisemblablement davantage liés à un trou d'air qu'à une détérioration profonde des perspectives de croissance. Cette capitulation a donc été saluée par le marché d'actions, poursuivant inlassablement son ascension vers de nouveaux sommets. Or, la réaction du marché obligataire est aux antipodes et renvoie un signal jusqu'à présent plutôt ignoré. En effet, on aurait pu penser que l'assouplissement des politiques monétaires et la remontée des cours boursiers se soient accompagnés d'une remontée des taux souverains et, parallèlement, d'une repentification de la courbe des taux grâce à l'amélioration des perspectives de croissance économique et d'inflation. À l'inverse, le taux des obligations allemandes à 10 ans est négatif, le taux des obligations américaines a reflué de plus de 70 points de base entre novembre 2018 et mars 2019, mais surtout la pente de la courbe des taux américains (3 mois-10 ans) s'est inversée pour la première fois depuis 2007. Une inversion ne provoque pas en soi un renversement du cycle macroéconomique. En revanche, il s'agit d'un puissant, toutefois faillible, indicateur avancé. Certes, l'économie américaine se porte bien, mais l'inversion reflète vraisemblablement une économie mondiale s'essouffant davantage que prévu. Le marché d'actions semble néanmoins considérer que ce signal est aujourd'hui distordu, voire faussé, notamment en raison de changements réglementaires et de l'utilisation de politiques monétaires non conventionnelles. Rappelons simplement que l'ancien Président de la Fed, Alan Greenspan, avait à l'époque expliqué qu'il n'était pas nécessaire de s'inquiéter outre mesure de l'aplatissement et de l'inversion de la courbe des taux survenus en 2007 – son fameux « conondrum » – justement parce que des facteurs exceptionnels étaient à l'œuvre. Nous connaissons la suite...

Chine – Croissance économique et crédit



Source Bloomberg, Rothschild & Co Asset management Europe

États-Unis – Écart de taux souverain



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.