



Août 2023

Monthly Macro Insights



Marc-Antoine Collard
Chef Économiste,
Responsable de la recherche
Rothschild & Co Asset Management

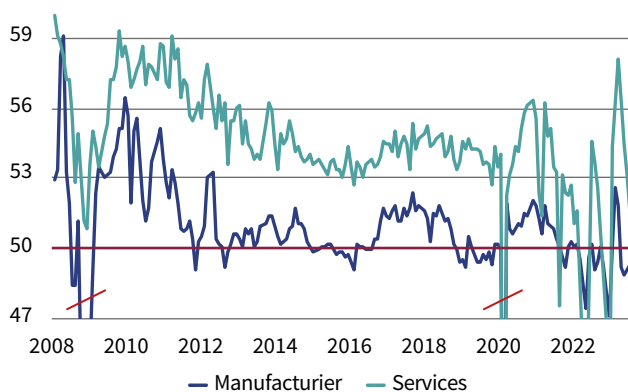
Après avoir fait preuve d'une certaine résilience, la conjoncture économique mondiale s'avère incertaine dans un contexte de détérioration toujours plus accrue de la confiance des entreprises. Toutefois, les investisseurs continuent d'anticiper un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie alors que les banques centrales poursuivent leur politique de resserrement monétaire. Ces dernières ont néanmoins ouvert la voie à de possibles pauses visant à mesurer l'effet du rehaussement des taux directeurs.

Des perspectives économiques troubles

Début 2023, l'activité économique mondiale a été marquée par un écart sectoriel inédit caractérisé par un secteur manufacturier à la peine, quand le secteur des services restait bien orienté. Les derniers indicateurs suggèrent toutefois que ce dernier s'essouffle alors que le secteur des biens est toujours en proie à des turbulences. Si cette tendance venait à se poursuivre, les attentes portant sur une croissance mondiale résiliente durant le reste de l'année 2023 pourraient être contrariées.

En Chine, la confiance des entreprises suggère que l'essoufflement de l'activité s'est poursuivi en ce début de second semestre. L'indice PMI⁽¹⁾ non-manufacturier a ralenti de manière inattendue atteignant 51,5 contre 53,2 en juin, son niveau le plus bas depuis 2008, hors période de pandémie. L'indice PMI manufacturier s'est élevé à 49,3 contre 49 en juin, demeurant ainsi en territoire de contraction pour le quatrième mois consécutif bien qu'avec une ampleur réduite. Le sous-indice composite de l'emploi a connu une nouvelle chute en juillet et reste sous la barre

Chine – Confiance des entreprises indice NBS



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, août 2023.

Chine – Impulsion du crédit en p.p., a/a dérivée seconde



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, août 2023.

(1) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction.

des 50 (48,1). Ainsi, le taux de chômage record des jeunes continue de représenter un défi pour le gouvernement. Ces dernières semaines, les autorités se sont engagées à plusieurs reprises à soutenir l'économie et à renforcer la confiance des entreprises, dopant l'optimisme des marchés financiers. Cependant, l'efficacité de ces mesures pour relancer l'activité économique reste incertaine. En effet, la réduction du taux de réserve obligatoire des banques en mars dernier et la baisse des taux annoncée en juin n'ont, pour l'instant, pas permis de stimuler la croissance du crédit ni celle de l'économie.

Une pause commune marquée par des logiques distinctes

Plusieurs banques centrales ont récemment poursuivi le relèvement de leurs taux directeurs. En revanche, elles ont abandonné la politique de « *forward guidance*⁽²⁾ » et adopté une approche axée sur l'évolution des données macroéconomiques. Alors que la BCE pourrait marquer une pause dans sa campagne de redressement des taux en raison de craintes liées à la croissance, la pause de la Fed en septembre serait due à l'optimisme qui règne quant aux perspectives d'inflation.

Au sein de la Zone euro, l'Allemagne et l'Italie ont déçu au deuxième trimestre 2023. Après s'être contracté aux deux trimestres précédents, le PIB allemand a stagné face au resserrement des conditions financières et à l'essoufflement de la demande mondiale. Après un fort démarrage début 2023, l'économie italienne s'est quant à elle contractée de façon inattendue de -0,3 % en glissement trimestrielle⁽³⁾. Bien que cette

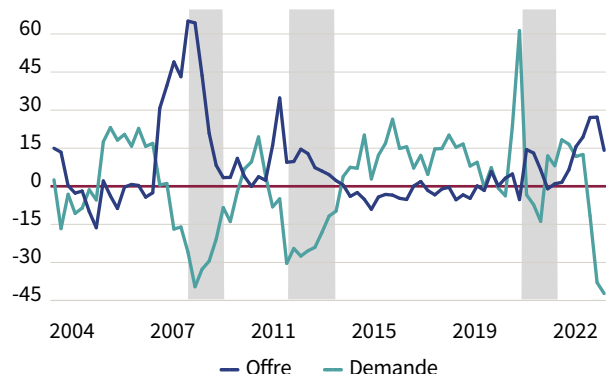
faiblesse s'explique, en partie, par le fait que les dépenses ont été avancées aux trois premiers mois de l'année, la contraction constitue une nouvelle preuve que le resserrement monétaire de la BCE se diffuse graduellement.

À l'inverse, l'économie française a crû à un rythme plus rapide que prévu (+0,5 %⁽³⁾). Cependant, cette surprise s'explique essentiellement par une performance positive ponctuelle du commerce extérieur, liée en particulier à l'export d'équipements de transport avec notamment la livraison d'un paquebot. La demande intérieure demeure, quant à elle, atone dans un contexte de chute de la consommation des ménages.

En ce qui concerne les perspectives futures, les attentes des investisseurs quant à un rebond de l'activité économique dans la Zone euro au cours des prochains mois se heurtent à la réalité de la chute des indices de confiance. En outre, la dernière enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire a montré que les conditions d'accès au crédit des entreprises ont de nouveau été resserrées, alors qu'un pourcentage record d'institutions financières ont signalé une baisse de la demande de prêts de la part des entreprises.

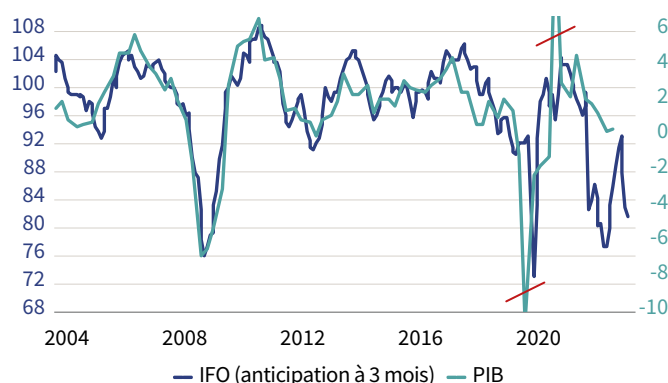
Par conséquent, les risques liés à une activité plus faible que prévu se sont accrus, ce qui semble avoir poussé le Conseil des gouverneurs de la BCE à entrevoir une pause lors de la réunion de septembre. Cependant, l'inflation sous-jacente est restée inchangée en juillet, alors que l'inflation des services a atteint un niveau record à 5,6 %⁽³⁾, ce qui constitue un risque pour l'ancrage des attentes en matière d'inflation et de fixation des salaires. La BCE fait donc face à un dilemme complexe et pourrait être amenée à maintenir une rhétorique « *hawkish*⁽⁴⁾ ».

Zone euro – Conditions crédit corporate en %, net resserrement (offre), nette demande



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, août 2023.

Allemagne – Confiance et croissance indice et en %, a/a



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, août 2023.

(2) Indications fournies par une banque centrale sur l'orientation future de sa politique monétaire.

(3) Source : Eurostat, août 2023.

(4) Positionnement favorable à une politique monétaire restrictive pour lutter contre l'inflation.

Parallèlement, l'activité économique aux États-Unis est restée modérée au deuxième trimestre 2023, le PIB ayant augmenté de 0,6 % en glissement trimestrielle (ou 2,4 % en rythme annualisé)⁽⁵⁾. Les dépenses des ménages ont été plutôt robustes principalement grâce aux services, mais cette résilience demeure incertaine. D'un côté, l'inflation devrait poursuivre sa tendance à la baisse, ce qui augmentera le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte de résilience du marché du travail. D'un autre côté, le faible taux d'épargne et les limites liées à l'utilisation du crédit pour financer la consommation actuelle représentent une combinaison fragile, d'autant plus que les emprunteurs font face à des taux d'intérêt de plus en plus élevés. En outre, des dizaines de millions de ménages américains se préparent à la reprise des remboursements mensuels des prêts étudiants cet automne pour la première fois depuis l'amnistie décidée pendant la pandémie il y a plus de trois ans et demi.

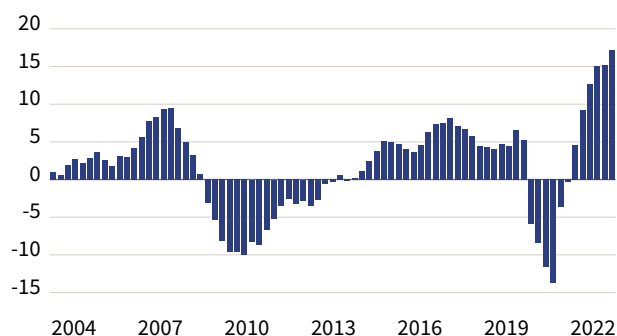
Par ailleurs, les indices de prix CPI⁽⁶⁾ et PCE⁽⁷⁾ de juin ont été accueilli avec soulagement, poursuivant leur tendance baissière. Cela étant, la composante sous-jacente demeure rigide et l'évolution du marché du travail suggère qu'elle pourrait demeurer élevée un certain temps. Le nombre d'offres d'emploi a diminué par rapport à son pic, mais reste bien au-dessus du nombre de personnes en recherche d'emploi. De plus, l'augmentation des départs à la retraite et les problèmes de santé liés à la pandémie

ont engendré un déficit de main d'œuvre qui pourrait s'accroître si la demande de travailleurs demeure forte. La croissance de la main d'œuvre a également été limitée par un flux migratoire réduit, tandis que de nombreux travailleurs potentiels font toujours face à des obstacles persistants lors de leur recherche d'un emploi correspondant à leurs besoins et leurs attentes.

Ainsi, la Fed continuera d'évaluer la nécessité d'un nouveau redressement monétaire et, à cet égard, le déséquilibre du marché du travail reste primordial dans la conduite de la politique monétaire en raison de l'impact des coûts du travail sur les prix à la consommation. Plusieurs mesures de rémunérations salariales ont montré que la croissance des salaires ne s'est essoufflée que progressivement par rapport aux plus hauts historiques et qu'elle demeure incompatible avec un retour rapide de l'inflation à son objectif. La question est maintenant de savoir si l'inflation pourra refluer à 2 % sans un affaiblissement substantiel du marché du travail. La conviction des investisseurs quant à la capacité des banques centrales à orchestrer un atterrissage en douceur de l'économie s'est renforcée ces derniers mois, ce qui rend la marge d'erreur de ces dernières très limitée dans un contexte de quasi-euphorie au sein des marchés financiers.

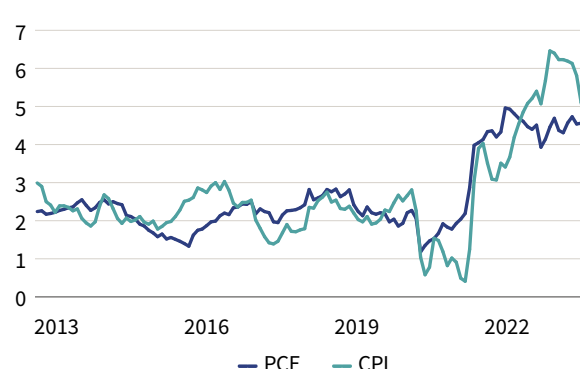
Achévé de rédiger le 1^{er} août 2023

États-Unis – Encours des cartes de crédit en %, a/a



Sources : Fed de New York, Rothschild & Co Asset Management, août 2023.

États-Unis – Inflation service hors logement en %, core



Sources : Macrobond, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, août 2023.

(5) Source : U.S. Bureau of Economic Analysis, août 2023.

(6) Consumer Price Index : Indice des prix à la consommation.

(7) Personal Consumption Expenditure : Indice des Prix de la Consommation des Particuliers.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 31/07/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 498	1,3%	15,8%
Euro Stoxx 50	4 471	1,6%	17,8%
S&P 500	4 589	3,1%	20,2%
Nikkei 225	33 172	-0,1%	27,1%
Devises			
EUR/USD	1,10	0,8%	2,8%
EUR/JPY	156,47	-0,6%	11,4%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/07/2023	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	3,59%	16	183
États-Unis	5,40%	12	106
10 ans			
Zone euro	2,49%	10	-8
États-Unis	3,96%	12	8

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 31/07/2023. Performances exprimées en devises locales.

Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les performances des indices sont nettes calculées dividendes non réinvestis.

Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co 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. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

Édité par Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management, sous peine de poursuites.

À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 27 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com

Contacts

FRANCE

Paris

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

SUISSE

Genève

Equitas SA
Rue de la Corrairie 6
1204 Geneva
+41 22 818 59 00

ALLEMAGNE – AUTRICHE

Frankfurt

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

BELGIQUE – PAYS-BAS – LUXEMBOURG

Bruxelles

Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

ITALIE

Milan

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31

ESPAGNE

Madrid

Paseo de la Castellana 40 bis
Madrid 28 046
+34 91 053 70 43



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes les
informations sur
am.eu.rothschildandco.com