



Décembre 2023

Monthly Macro Insights



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

La croissance économique a été très faible au sein des économies avancées au troisième trimestre 2023. Les États-Unis font néanmoins figure d'exception, donnant l'illusion d'une économie mondiale résiliente. Sommes-nous engagés dans la voie d'une « *immaculate disinflation*⁽¹⁾ », ou l'affaiblissement de l'inflation ne serait-elle pas plutôt le reflet d'une détérioration de l'économie ?

Des divergences qui ne devraient pas durer...

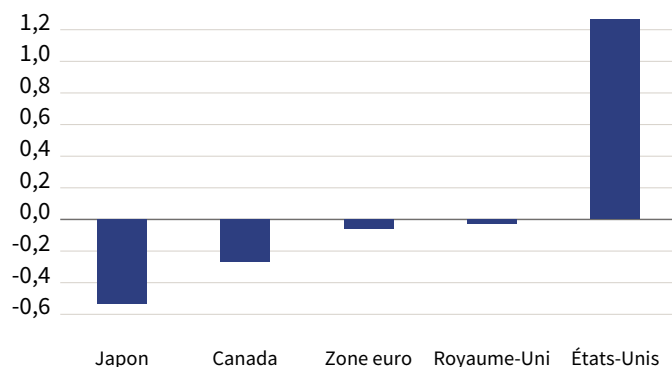
La croissance en Chine a été très volatile depuis la réouverture de son économie début 2023. Selon les derniers indices PMI⁽²⁾, l'activité dans les secteurs manufacturier et des services s'est contractée en novembre. En effet, l'indice de confiance des entreprises du secteur manufacturier a chuté à 49,4, pour s'inscrire comme le deuxième mois consécutif en territoire de contraction. L'indice est tombé à 49,3 dans les services, qui ont été freinés par la baisse de la consommation et de l'activité dans les secteurs du tourisme et du voyage consécutive à la fin de la période de

vacances. Il s'agit du plus bas niveau jamais enregistré, période de pandémie exclue. L'unique point positif se trouve dans le secteur de la construction, avec une hausse du PMI de 53,5 à 55. Bien que l'accumulation des mesures de soutien ait renforcé la confiance des investisseurs dans leurs perspectives d'une amélioration de la croissance au cours du premier semestre 2024, ces données suggèrent que la dynamique reste fragile et incertaine.

Sans pour autant être en chute libre, la plupart des économies avancées ont enregistré une croissance négative du PIB au troisième trimestre 2023, alors que l'impact du resserrement des conditions financières, de la faible croissance des échanges commerciaux et de la baisse de la confiance des ménages se fait

Économies avancées – PIB T3-23

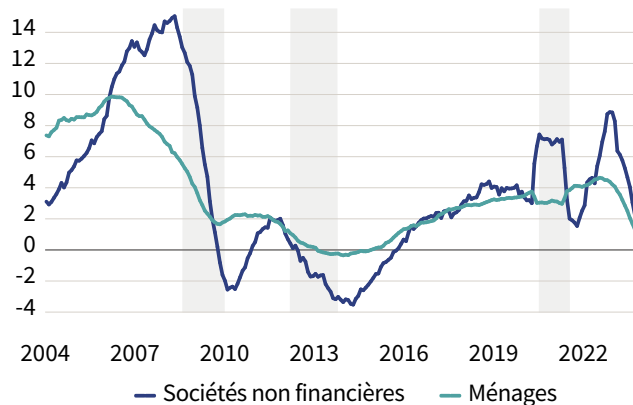
en %, t/t



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

Zone euro – Crédits au secteur privé

en %, a/a



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

(1) Immaculée désinflation.

(2) 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.

de plus en plus sentir. La confiance des entreprises reste faible dans un contexte d'alourdissement du service de la dette et de resserrement des conditions de crédit, avec une contraction des nouveaux prêts aux entreprises non financières de la Zone euro.

Rare exception, le PIB américain a bondi de 1,3 % en trimestre glissant (t/t)⁽³⁾ – ou 5,2 % t/t annualisé⁽³⁾ – rassurant ainsi les investisseurs sur le fait que le resserrement monétaire le plus rapide depuis plusieurs décennies n'a pas suffi à faire dérailler l'économie américaine. Toutefois, la surperformance des États-Unis peut être expliquée en grande partie par des facteurs temporaires qui ne devraient probablement pas se reproduire. De plus, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire, la faiblesse de la croissance du PIB semble se profiler à l'horizon.

... et une générosité budgétaire achevée

Suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, plusieurs gouvernements ont apporté un soutien considérable aux ménages et aux entreprises pour les aider à faire face au choc énergétique qui s'en est suivi. Les dépenses liées à la défense ont aussi augmenté dans de nombreux pays, principalement en Grèce et dans certains pays d'Europe centrale et de l'Est, mais aussi dans plusieurs économies d'Europe de l'Ouest, liées notamment à l'aide militaire apportée à l'Ukraine. En outre, l'accélération de la mise en œuvre des plans de relance européens « *Next Generation EU* » a stimulé les dépenses dans certaines économies européennes. Aux États-Unis, l'augmentation des dépenses en matière de sécurité sociale et de santé, ainsi que des recettes fiscales moins élevées, ont aussi entraîné un assouplissement significatif de l'orientation budgétaire.

Ainsi, malgré l'un des resserrements monétaires les plus rapides depuis près de 40 ans, la résilience de l'économie mondiale dans la première moitié de cette année a surpris la majorité des économistes. À tel point que certains investisseurs auraient même pu conclure que la politique monétaire était devenue inopérante. Or, l'assouplissement de cette dernière a joué un rôle central en atténuant les effets négatifs du resserrement monétaire.

Cette divergence dans le *policy-mix*⁽⁴⁾ se dissipe à présent, à mesure que les politiques de soutien sont progressivement supprimées, et que des initiatives de consolidation budgétaire se multiplient dans la majorité des pays, bien qu'à un rythme modéré, afin de limiter les risques liés à la soutenabilité des dettes publiques.

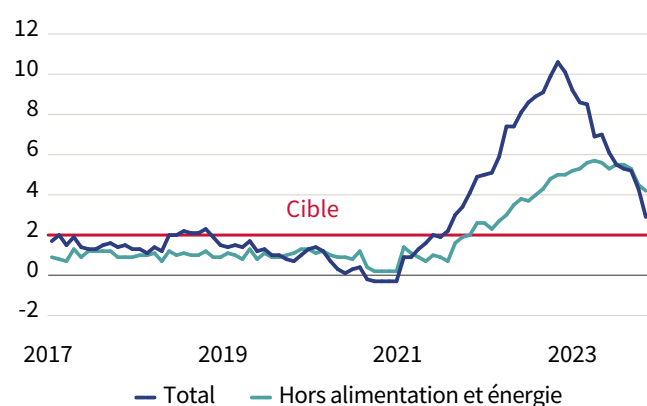
En effet, les niveaux de dette sont aujourd'hui plus élevés qu'avant la pandémie. De plus, les montants de paiement d'intérêts devraient continuer d'augmenter à mesure que la dette à faible rendement arrive à maturité et se voit remplacée par de nouvelles émissions à rendement plus élevé, tandis que la réduction des portefeuilles d'obligations détenus par les banques centrales se poursuit dans le cadre du resserrement quantitatif en cours.

Les attentes en matière de baisse de taux risquent-elles d'être contrariées ?

L'inflation globale a diminué dans la plupart des économies au cours de l'année, mais elle reste généralement au-dessus de la cible, alors que les effets de base positifs de la réduction des prix de l'énergie s'estompent. Les récentes communications des banques centrales indiquent que le risque d'un nouveau resserrement s'est considérablement atténué et le marché des taux intègre désormais des probabilités relativement élevées d'un

Zone euro – Taux d'inflation

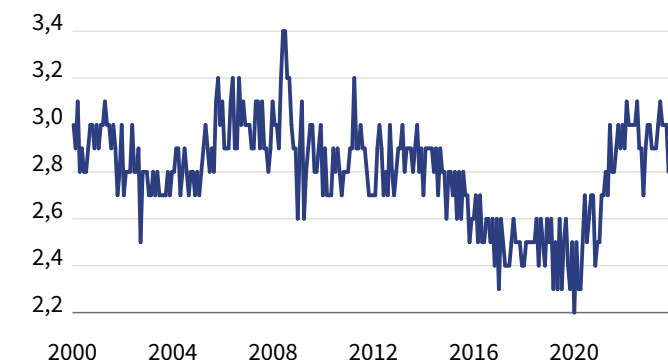
en %



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

États-Unis – Anticipations d'inflation

en %, Université du Michigan, ménages, 5 ans



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

(3) Source : U.S. Bureau of Labour statistics, 30/11/2023.

(4) Articulation entre la politique monétaire et la politique budgétaire d'un État.

assouplissement de la part de la BCE et de la Fed dès le début 2024. En l'occurrence, les futures⁽⁵⁾ prévoient près de cinq baisses de 25 points de base du taux directeur de la Fed d'ici la fin de l'année prochaine⁽⁶⁾.

Alors que l'inflation sous-jacente a reculé au cours des derniers mois grâce à des pressions baissières sur les prix des biens, celles des services ne s'amenuisent que timidement, dans la mesure où ce sont les salaires qui constituent généralement le principal coût de production dans le secteur.

Certes, les premiers signes d'une détente du marché du travail ont commencé à apparaître dans plusieurs économies, notamment un ralentissement de la croissance de l'emploi, un nombre plus faible d'emplois vacants, et dans certains cas, une légère remontée du taux de chômage. Par ailleurs, la croissance nominale des salaires commence aussi à s'essouffler.

Cependant, la croissance des coûts unitaires de main d'œuvre (CUM) demeure élevée en raison de plus faibles gains de productivité, à l'exception – encore une fois – des États-Unis. Bien que le lien entre CUM et inflation des prix varie dans le temps, entre pays et entre secteurs, il n'en reste pas moins que la tendance récente représente un réel défi pour les banquiers centraux, qui doivent également faire face à des anticipations d'inflation plus élevées. En conséquence, la politique monétaire

devrait demeurer restrictive jusqu'à l'apparition des signes très clairs que les pressions inflationnistes sous-jacentes s'atténuent, et que les attentes en termes d'inflation se modèrent.

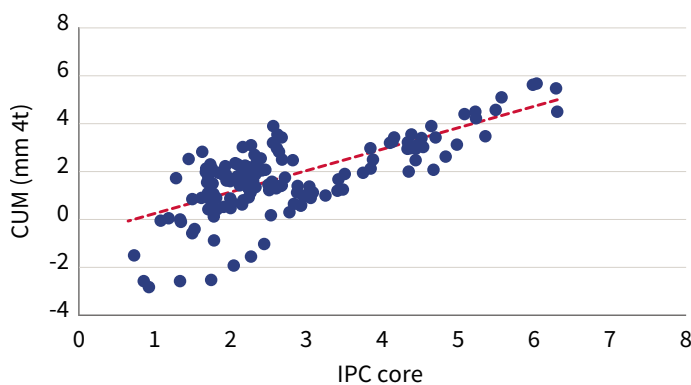
Il faudra toutefois du temps pour clairement identifier ces dynamiques désinflationnistes, et il est loin d'être certain que « *l'immaculate disinflation* », c'est-à-dire une baisse indolore de l'inflation, soit même possible. Des hausses de taux supplémentaires pourraient toujours être nécessaires si les pressions inflationnistes s'avèrent persistantes, ou si les conditions financières continuent de s'assouplir.

En effet, pour avoir un impact sur la croissance et, à terme, sur l'inflation, le resserrement des conditions financières doit demeurer persistant. La dernière flambée des marchés actions et la baisse des taux souverains, associées à un plus grand optimisme des investisseurs quant à un atterrissage en douceur, pourraient ironiquement pousser les banquiers centraux à adopter des tons plus *hawkish*⁽⁷⁾ afin d'éviter un assouplissement injustifié des conditions financières qui mettrait en péril leurs efforts pour refroidir l'économie. En somme, les attentes des investisseurs en matière de baisse des taux pourraient s'avérer malavisées... à moins que leur scénario de résilience se révèle être trop optimiste.

Achévé de rédiger le 5 décembre 2023

États-Unis – Coût unitaire de main d'oeuvre et IPC core

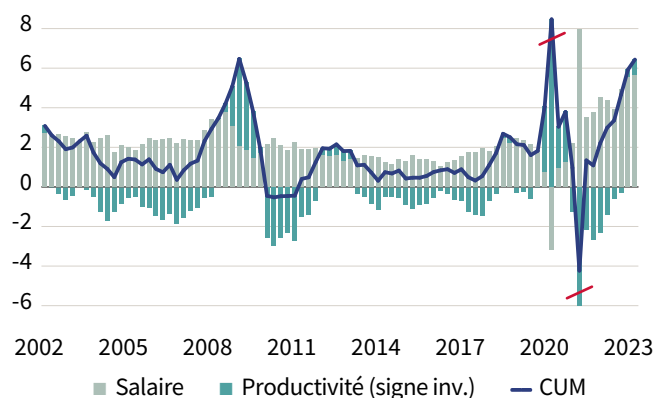
en %, a/a, 1986-2023



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

Zone euro – Coût unitaire de main d'oeuvre

en %, a/a



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

(5) Engagement ferme d'acheter ou de vendre une quantité convenue d'un actif à un prix convenu et à une date future convenue.

(6) Source : Bloomberg, 30/11/2023.

(7) Positionnement favorable à une politique monétaire moins accommodante pour lutter contre l'inflation.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 30/11/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 311	6,2%	12,9%
Euro Stoxx 50	4 382	7,9%	15,5%
S&P 500	4 568	8,9%	19,6%
Nikkei 225	33 487	8,5%	28,3%
Devises			
EUR/USD	1,09	3,0%	1,8%
EUR/JPY	161,37	0,6%	14,9%

Taux d'intérêt	Niveau au 30/11/2023	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	3,78%	-2	202
États-Unis	5,39%	-7	104
10 ans			
Zone euro	2,45%	-36	-12
États-Unis	4,33%	-60	45

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 30/11/2023. 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

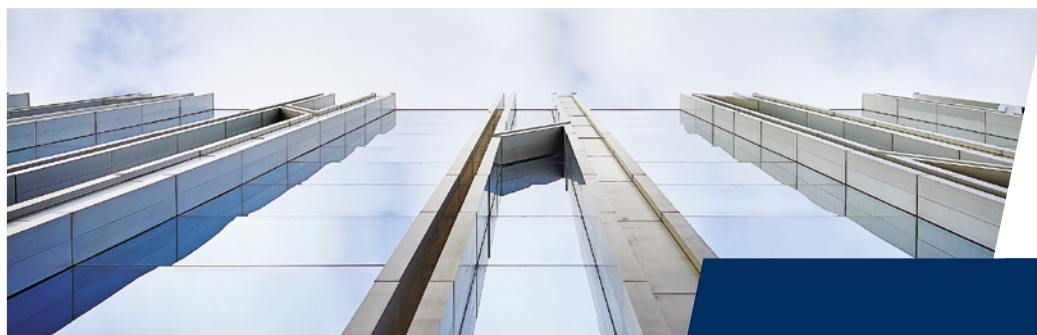
Milan

Passaggio Centrale, 3
Milano 20123
+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