



Monthly Macro Insights — Décembre 2024



Marc-Antoine Collard
Chef économiste – Directeur de la
recherche macroéconomique

Bien que la croissance mondiale ait fait preuve d'une résilience face au resserrement des politiques monétaires, des divergences importantes se sont creusées entre les pays, et l'issue des élections américaines devrait accentuer cette tendance. De plus, en choisissant de ne pas anticiper les mesures que pourrait prendre la nouvelle administration américaine, combinés aux délais longs et variables de la politique monétaire, la Fed aura du mal à contenir les conséquences économiques des priorités de Donald Trump.

Les divergences régionales devraient se creuser

Les États-Unis ont connu la plus forte hausse du PIB parmi les pays du G7 au cours des deux dernières années, et cet exceptionnalisme a généralement eu un effet positif sur la croissance mondiale, la demande américaine ayant stimulé les flux commerciaux mondiaux et les prix des actifs financiers.

Dans un contexte de promesses de politique budgétaire accommodante et stimulée par l'enthousiasme des entreprises, l'économie américaine devrait rester solide à court terme.

De plus, l'introduction de tarifs sur les importations pourrait favoriser l'activité économique, la demande se déplaçant des biens étrangers vers les produits nationaux et permettant ainsi d'améliorer le déficit commercial du pays.

Cependant, les effets positifs initiaux pourraient s'atténuer et éventuellement s'inverser, et l'impact sur le sentiment des entreprises en dehors des États-Unis, dû à la menace d'une guerre commerciale exacerbée, pourrait en être le principal canal de transmission. La Chine devrait être le pays le plus affecté par la nouvelle administration américaine, et ses partenaires commerciaux dans la région risquent de subir les effets secondaires d'une demande chinoise plus faible. Bien que la croissance européenne bénéficiera initialement de la demande américaine dynamique, ces avantages devraient être contrebalancés par une croissance plus faible en Asie et une confiance des entreprises en déclin, surtout si des tarifs sont également imposés sur la région.

Aux États-Unis, la demande initiale plus élevée dans une économie déjà proche du plein emploi et avec un écart de production positif exercera une pression à la hausse sur les prix, alors même que l'inflation est déjà au-dessus de l'objectif. De plus, les représailles probables de la Chine et de l'Europe nuiraient aux exportateurs américains. Par conséquent, le déficit de la balance commerciale américaine se retrouverait à nouveau sous pression.

États-Unis - Écart de production

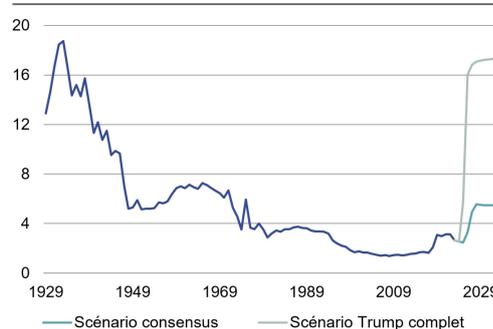
en %, CBO



Sources : Macrobond, Rothschild & Co, novembre 2024.

États-Unis - Taux effectif de droits de douane

en %



Sources : Oxford Economics, Rothschild & Co AM, novembre 2024.

Risque haussier de l'inflation américaine

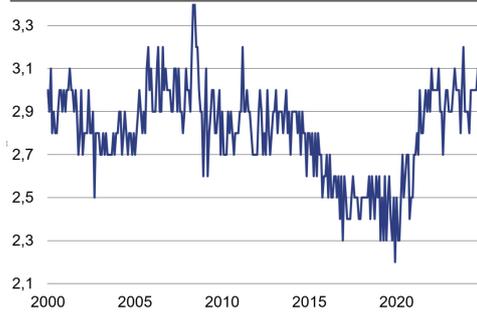
Après un impact positif initial temporaire, la réduction des importations et des exportations pourrait entraîner moins, plutôt que plus, d'activité économique. Combiné à des taux d'intérêt plus élevés en raison de la hausse de l'inflation, cela laisserait la nouvelle administration avec peu de résultats à présenter suite à l'augmentation des tarifs douaniers. Cela suppose évidemment que la réponse de la Fed à la politique monétaire soit conforme à ses objectifs en matière d'emploi et d'inflation, ce qui semble être une hypothèse hautement probable. En effet, lors de la première conférence de politique monétaire de la Fed depuis les élections américaines, le président Powell a souligné que Trump n'a pas l'autorité légale de le renvoyer avant la fin de son mandat en mai 2026, qu'il prévoit d'ailleurs remplir jusqu'à son terme.

La Fed évite de spéculer sur la manière dont les promesses de Trump concernant des tarifs plus élevés, des renvois massifs d'immigrants illégaux et des baisses d'impôts pourraient influencer sa politique monétaire. Bien qu'une analyse des effets de telles mesures soit en cours, le Comité monétaire (FOMC) ne les prend en compte dans sa prise de décision que lorsqu'elles deviennent des lois. Si cette approche s'avère prudente dans le contexte politique polarisé actuel, elle n'est pas sans risques.

En effet, la réponse de la Fed interviendrait probablement trop tard pour atténuer pleinement l'impact économique d'une mise en œuvre brusque de certaines politiques, par exemple en ce qui concerne les tarifs ou les expulsions. À cet égard, des prix d'importation plus élevés ainsi que des pénuries de main-d'œuvre causées par une politique migratoire beaucoup plus stricte entraîneraient une hausse de l'inflation et pousseraient à la hausse les anticipations d'inflation, qui ont déjà atteint des niveaux rarement observés au cours des dernières décennies selon les enquêtes menées auprès des ménages. Cela augmenterait à son tour l'incertitude et nécessiterait des ajustements monétaires plus agressifs, ce qui entraînerait des taux d'intérêt plus élevés, en particulier dans un contexte où les investisseurs pourraient exiger une prime de risque pour détenir une dette qui ne semble pas sous contrôle.

États-Unis - Anticipations d'inflation

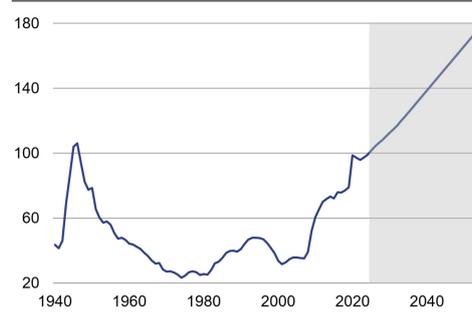
en %, enquête Univ. du Michigan



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, novembre 2024.

États-Unis – Dette fédérale

en % du PIB



Sources : CBO, CRFB, Rothschild & Co AM, novembre 2024.

Perspectives budgétaires fragiles aux États-Unis

Les niveaux de la dette publique sont élevés dans le monde entier, et les États-Unis ne font pas exception. La dette y atteint des niveaux records, et la trajectoire à long terme n'est pas soutenable, bien qu'un point de basculement précis reste inconnu. Le Bureau du budget du Congrès (CBO) prévoit que la dette brute fédérale atteindra plus de 122 % du PIB d'ici 2034¹, un niveau jamais atteint dans la période d'après-guerre. Le déficit budgétaire fédéral devrait se creuser pour atteindre -6,3 % du PIB durant la période 2025-2034¹, bien au-dessus de la moyenne de -3,8 % observée au cours des 50 dernières années.

En outre, ces estimations sont optimistes, car elles supposent que les réductions d'impôts sur les sociétés et les particuliers de la Loi sur les réductions fiscales et l'emploi de 2017 (TCJA), qui doivent expirer à la fin de 2025, ne seront pas prolongées, ce qui semble

hautement improbable étant donné que les Républicains contrôlent le Congrès et la Maison Blanche. En réalité, si toutes les dispositions fiscales étaient prolongées, le déficit serait encore plus important, et la dette dépasserait dès lors 136 % du PIB à horizon 2034¹. De plus, les projections centrales du CBO supposent qu'aucune récession n'aura lieu aux États-Unis au cours des dix prochaines années, que l'inflation reviendra à la cible et y restera, et que, par conséquent, les coûts de financement de la dette resteront faibles. Des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps posent évidemment un défi de taille pour la soutenabilité de la dette.

Pour autant, certains investisseurs semblent confiants que le déficit pourrait être réduit en réduisant les dépenses, notamment depuis que le PDG de Tesla, Elon Musk, a été nommé co-responsable d'un nouveau Département de l'Efficacité Gouvernementale et a suggéré qu'il serait possible de réduire drastiquement les dépenses en éradiquant le gaspillage. Dans quelle mesure cette proposition est-elle réaliste ?

Environ 43,5 % du budget fédéral de 6,7 mille milliards de dollars est obligatoire², ce qui signifie qu'il doit être dépensé par la loi pour les bénéficiaires éligibles. Cela inclut la Sécurité Sociale, qui concerne principalement les pensions pour les retraités américains, et Medicare, un programme d'assurance maladie financé par le gouvernement, principalement destiné aux personnes âgées de plus de 65 ans. Non seulement Trump n'a jamais évoqué de réductions profondes de ces programmes très populaires, mais il a fait campagne sur la base de rendre la Sécurité Sociale plus généreuse sur le plan financier, en supprimant l'impôt sur le revenu qui y est applicable. Par ailleurs, 14 % du budget est consacré au paiement des intérêts sur la dette nationale², ce qui signifie que cette ligne de dépenses ne peut être réduite sans risquer de mettre le gouvernement américain en défaut de paiement.

À l'inverse, les dépenses discrétionnaires du gouvernement désignent les dépenses qui ne sont pas inscrites de manière permanente dans la législation et qui doivent être approuvées chaque année par les élus. Elles représentent 42,5 % des dépenses totales² et, bien que ces programmes puissent être plus facilement réduits, elles incluent également la défense (12 %) dont le budget est plutôt incompressible.

En somme, seulement 30 % du budget fédéral pourrait réellement faire l'objet de réductions significatives des dépenses³, et cela inclut des ministères tels que les transports, l'éducation, l'agriculture et la sécurité intérieure qui assurent des fonctions gouvernementales importantes, d'autant plus que les États-Unis consacrent déjà une part considérablement plus faible de leur budget que d'autres économies avancées.

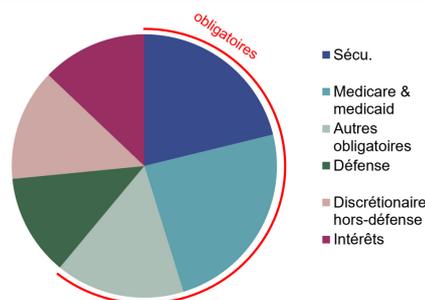
Dans l'ensemble, un niveau élevé de dette réduit la marge de manœuvre budgétaire et la capacité des gouvernements à réagir face aux aléas du cycle économique, évince les investissements privés propices à la croissance et accroît le risque de crise souveraine. Si Trump mettait en œuvre toutes les mesures qu'il a proposées, la question serait de savoir combien de temps il faudra avant que les investisseurs ne remettent en cause le statut sans risque des émissions de dette, ce qui entraînerait une augmentation marquée de la volatilité sur le marché obligataire des États-Unis.

La décision de Trump de nommer Scott Bessent au poste de secrétaire au Trésor a été perçue comme un choix rassurant, visant à préserver la stabilité des marchés. Cependant,

Bessent a exprimé son soutien à la hausse des tarifs douaniers, qu'il considère comme ayant deux objectifs : augmenter les recettes fiscales pour compenser les réductions d'impôts et remédier aux déséquilibres économiques mondiaux. Selon lui, les guerres commerciales ne sont ni négatives pour la croissance ni positives pour l'inflation, une vision pour le moins discordante par rapport au consensus au sein des économistes.

États-Unis - Dépenses publiques

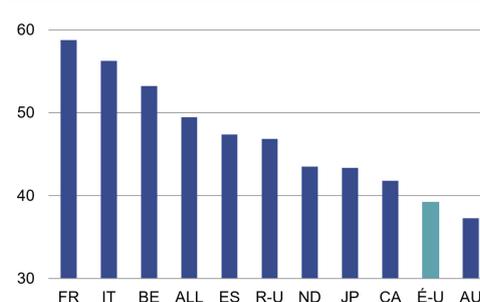
en % du total



Sources : CBO, Rothschild & Co Asset Management, novembre 2024.

Monde - Dépenses publiques

en % du PIB



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, novembre 2024.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 29/11/2024	Variation sur 1 mois	Variation en 2024
Marchés actions			
CAC 40	7 235	-1,6%	-4,1%
Euro Stoxx 50	4 804	-0,5%	6,3%
S&P 500	6 032	-5,7%	26,5%
Nikkei 225	38 208	-2,2%	14,2%
Devises			
EUR/USD	1,06	-2,8%	-4,2%
EUR/JPY	158,41	-4,3%	1,7%
Taux d'intérêt			
	Niveau au 29/11/2024	Variation sur 1 mois en pdb ⁽¹⁾	Variation en 2024 en pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	2,87%	-20	-74
États-Unis	4,49%	-6	-85
10 ans			
Zone euro	2,09%	-30	6
États-Unis	4,17%	-12	29

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 29/11/2024. 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.

Achévé de rédiger le 04 décembre 2024.

Voir ce document sur notre site internet



-
- (1) Bureau du budget du Congrès, décembre 2024.
 - (2) Source : US Bureau of Labor Statistics, décembre 2024.
 - (3) Source : Rothschild & Co Asset Management, décembre 2024.

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 présents dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 31 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs.

Plus d'informations sur am.eu.rothschildandco.com

France

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

Suisse

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Allemagne – Autriche

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

Belgique – Pays-Bas – Luxembourg

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Italie

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Espagne

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

[Visitez notre site internet](#)



[Suivez-nous sur LinkedIn](#)

