



Janvier 2024

Monthly Macro Insights



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

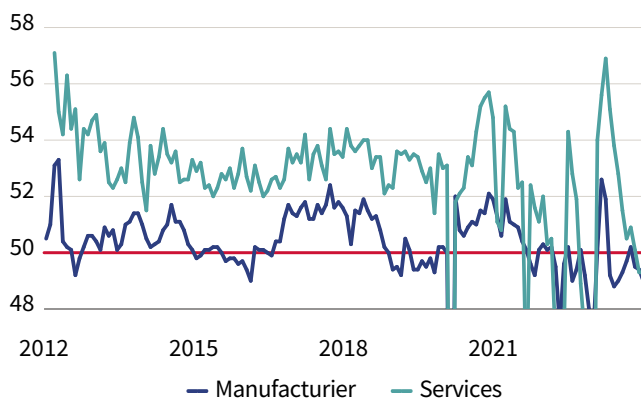
Les conditions financières mondiales se sont détendues sur fond de poursuite du recul de l'inflation, les investisseurs anticipant que les banques centrales seront en mesure d'assouplir leurs politiques monétaires tout en gardant l'activité économique à flot. Cette vague d'optimisme a été renforcée par la résilience de l'économie américaine et le changement de ton surprenant de la Fed.

Effets de surprise inversés en Chine et aux États-Unis

Au début de l'année dernière, l'espoir était grand quant au fait que l'économie chinoise rebondirait fortement après que les mesures de confinement strictes, visant à contenir les contaminations de Covid-19, aient freiné la croissance en 2022. En revanche, on s'attendait à ce que l'économie américaine soit soumise à d'importants vents contraires, notamment en raison des effets du resserrement monétaire de la Fed. Or, ce scénario ne s'est pas déroulé comme prévu.

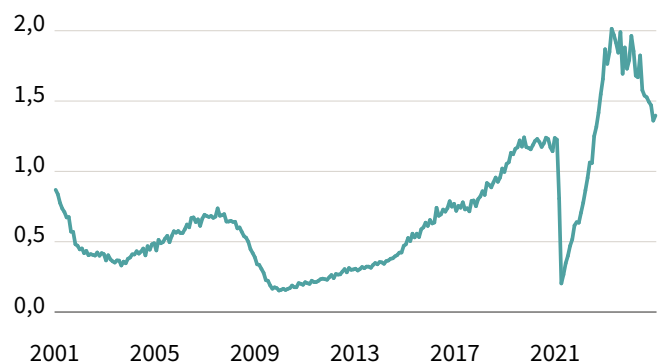
L'indice PMI manufacturier⁽¹⁾ chinois a terminé l'année sur une note très faible, tombant à 49 en décembre contre 49,4 en novembre et marquant le troisième mois consécutif en territoire de contraction, la diminution des commandes à l'étranger et l'insuffisance de la demande intérieure constituant des défis majeurs. Dans le secteur des services, l'indice est resté inchangé à 49,3, le niveau le plus bas (hors période de pandémie) depuis le début de l'enquête en 2012, ce qui suggère que les consommateurs sont restés prudents quant à leurs dépenses dans un contexte d'incertitude de l'emploi et d'un marché immobilier atone.

Chine – Confiance des entreprises *indice NBS*



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

États-Unis – Emplois vacants *p/r aux chômeurs*



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

(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.

Les autorités chinoises ont, jusqu'à présent, opté pour une approche de relance ciblée, caractérisée par de modestes réductions des taux d'intérêt, des restrictions plus souples sur les achats immobiliers dans certaines grandes villes et d'autres mesures marginales visant à soutenir la croissance économique. L'annonce de nouvelles aides est à envisager, notamment du côté de mesures de relance budgétaire, mais elles seront vraisemblablement mesurées, reflétant la prudence face aux niveaux d'endettement privé et public déjà élevés.

À l'inverse, les économistes ont constamment révisé à la hausse leurs prévisions du PIB américain tout au long de l'année dernière. En effet, au cours du seul troisième trimestre 2023, le PIB a bondi de 1,2 % t/t – ou 4,9 % t/t annualisé – grâce à la vigueur de la consommation des ménages et des dépenses publiques⁽²⁾. En fait, la contribution de ces dernières à la croissance économique des quatre derniers trimestres a été deux fois plus forte que la moyenne de la période 2016-2019.

Dans l'ensemble, bien que la surperformance américaine soit due à des facteurs temporaires qui ne se reproduiront probablement pas et qu'un essoufflement de la croissance soit probable en raison des effets retardés du resserrement de la politique monétaire, les consommateurs américains ont contribué à maintenir la croissance malgré la hausse des coûts d'emprunt, tandis que la performance de la Chine a été décevante.

La Fed fait cavalier seul

L'inflation globale a diminué dans la plupart des économies en 2023, mais l'inflation sous-jacente reste néanmoins assez éloignée de l'objectif en raison de la persistance des pressions à la hausse des prix des services. En fait, malgré la baisse du PIB au troisième

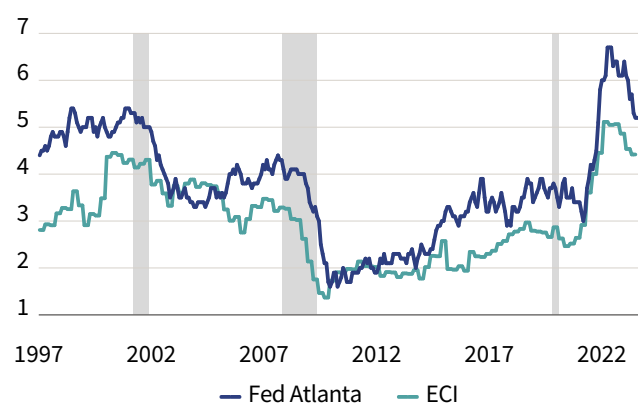
trimestre 2023 dans la plupart des économies avancées – Zone euro, Japon, Royaume-Uni, Canada – les banques centrales ont averti que la politique monétaire devra probablement rester restrictive jusqu'à ce qu'il y ait des signes clairs que les pressions inflationnistes sous-jacentes soient durablement atténuées. Ainsi, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada ont insisté sur le fait que des hausses de taux d'intérêt restaient sur la table, tandis que la grande majorité des membres de la BCE ont repoussé les attentes concernant des réductions imminentes. La Banque du Japon, en décalage avec le reste du monde, envisage de relever ses taux et de normaliser sa politique. Or, la Fed a décidé de suivre une voie différente.

Même si les révisions à la hausse des prévisions de croissance du PIB américain ont coïncidé avec un plus grand pessimisme quant aux perspectives des autres grandes économies, la Fed a surpris les investisseurs en adoptant un ton beaucoup plus accommodant. À l'approche de la dernière réunion de l'année 2023, on aurait pu penser que le président Powell aurait souligné son inconfort face à la forte baisse des rendements obligataires et à la hausse des marchés boursiers, cet assouplissement des conditions financières compromettant les efforts de la Fed pour refroidir l'économie.

Au lieu de cela, il semble que la Fed ait décidé de s'orienter vers une politique monétaire moins restrictive. En effet, le président Powell a explicitement souligné que la Fed devrait commencer à réduire ses taux bien avant que l'inflation n'atteigne son objectif de 2 % afin d'éviter un ralentissement excessif de l'activité. De plus, après avoir précédemment tenté de convaincre les investisseurs de l'utilité de maintenir des taux élevés plus longtemps, il a déclaré qu'il était très concentré sur le risque de les maintenir trop élevés pendant trop longtemps. Il a également admis que le FOMC⁽³⁾ avait discuté du moment où il devrait commencer à réduire les taux.

États-Unis – Indice des salaires

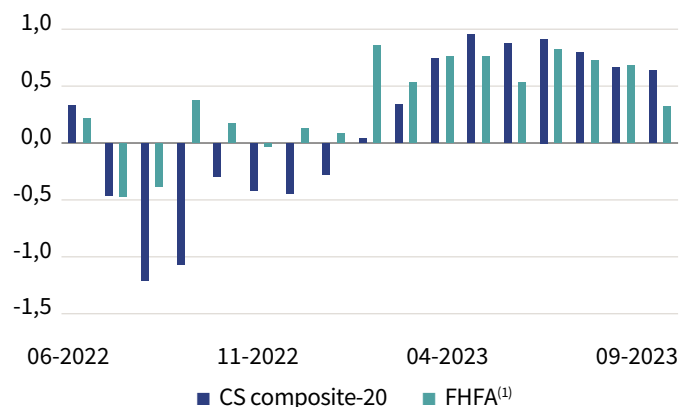
en %, a/a



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

États-Unis – Prix immobilier

en %, m/m



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

(1) Federal Housing Finance Agency

(2) Source : U.S. Bureau of Labour Statistics, janvier 2024.

(3) Federal Open Market Committee.

En conséquence, le rendement des obligations à 2 ans, plus sensible au taux directeur de la Fed, a chuté de manière significative, les investisseurs prévoyant désormais près de six réductions de 25 points de base en 2024. En outre, après avoir presque dépassé les 5 % à la suite de la réunion du FOMC de septembre, le taux des obligations à 10 ans est tombé en dessous de 4 %⁽⁴⁾, reflétant la conviction des investisseurs que le pic des taux a été atteint pour ce cycle.

La décision de la Fed de poursuivre dans ce changement de cap dépendra principalement de l'évolution future de l'inflation et du marché du travail. Ce dernier reste tendu, mais s'est néanmoins assoupli quelque peu à mesure que la croissance de l'emploi s'essouffle alors que la croissance des salaires reste largement incompatible avec l'objectif d'inflation. De leur côté, les données

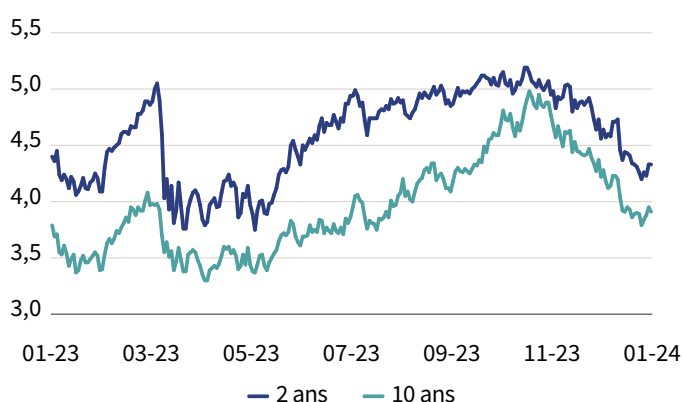
des trois derniers mois ont généralement montré que l'inflation ralentissait, mais restait trop élevée, d'autant plus que les prix de l'immobilier ont réaccélééré au cours des derniers mois et que l'inflation sous-jacente des services hors logement reste soutenue. De plus, les pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales semblent s'être redressées ces derniers mois, comme en témoigne l'augmentation notable des coûts de fret aérien et maritime.

En somme, ces éléments alimentent le débat sur la nature transitoire ou pas de l'inflation, et si une « *immaculate disinflation* », c'est-à-dire, une réduction de l'inflation sans un certain degré de souffrance pour l'économie, est possible. La question est encore loin d'être tranchée.

Achevé de rédiger le 4 janvier 2024

États-Unis – Taux souverains

en %



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

Monde - Pression chaînes de production

écart p/r à la moyenne, indice Fed NY



Sources : NY Fed, Rothschild & Co Asset Management, janvier 2024.

(4) Source : Bloomberg, 29/12/2023.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 31/12/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 543	3,2%	16,5%
Euro Stoxx 50	4 522	3,2%	19,1%
S&P 500	4 770	4,4%	24,9%
Nikkei 225	33 464	-0,1%	28,2%
Devises			
EUR/USD	1,10	1,4%	3,2%
EUR/JPY	155,72	-3,5%	10,9%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/12/2023	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	3,61%	-17	185
États-Unis	5,33%	-6	99
10 ans			
Zone euro	2,02%	-42	-55
États-Unis	3,88%	-45	0

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 31/12/2023. 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

Frankfort

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