



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | NOVEMBRE 2024

# La croissance doit-elle décevoir ?



## Avant-Propos

### CONTENU

- 04 La vie après la dette...
- 07 Vivre avec des taux d'intérêts plus élevés
- 11 Croissance et protectionnisme

Il n'est pas nécessaire d'admirer Trump pour se demander si la plupart des commentaires post-électorales en Europe n'ont pas perdu le fil. Le résultat n'a pas été une grande surprise. Dans le contexte étroit et impersonnel de l'investissement, une réaction positive des marchés boursiers n'était pas irrationnelle, même si les droits de douane augmentent, si les impôts et la réglementation des entreprises américaines sont effectivement sur le point de diminuer de manière significative.

À l'heure où nous écrivons ces lignes, l'incertitude demeure quant au personnel et aux politiques de la nouvelle administration. Nous reviendrons sans doute plus en détail sur le nouveau programme politique à l'approche de l'investiture, mais en attendant, nous tenions à partager les lignes directrices suivantes, très subjectives :

- **Séparer le personnel du portefeuille.** Trump est un personnage très idiosyncrasique. Toutefois, en tant qu'investisseurs, nous ne devrions pas laisser nos sentiments personnels affecter notre jugement financier. N'oubliez pas que les marchés mondiaux de l'investissement se concentrent sur quelques variables clés - rentabilité, taux d'actualisation, appétit pour le risque - et que si celles-ci ne sont pas affectées matériellement, même les événements politiques les plus importants peuvent apparemment les laisser indifférents.
- **Prenez Trump au sérieux, pas au pied de la lettre.** Ceci est basé sur une réflexion d'un journaliste américain en 2016, que nous avons trouvée précieuse : Les mots de Trump ne sont pas importants, mais il y a de la substance dans ce qu'il représente. Il semble souvent ne pas réfléchir à ce qu'il dit et rechercher non pas le débat mais l'attention et la réaction ; entre-temps, sa propre capacité d'attention peut sembler courte et sa compréhension de nombreux faits peut sembler ténue. Cependant, il est le seul homme politique occidental de haut rang à vouloir prendre la Chine à partie pour ses pratiques commerciales déloyales ; l'Europe a effectivement profité du budget de défense des États-Unis (sans doute depuis plus d'un siècle maintenant) ; les libéraux n'ont pas de réponse au défi de l'immigration massive d'origine économique ; et les institutions occidentales sont en effet trop confiantes et complaisantes.
- **Des résultats positifs sont également possibles.** Il est facile d'imaginer que l'Armageddon nous attend - et c'est possible, bien sûr. Mais il est également possible que (par exemple) les tarifs douaniers menacés par Trump se révèlent être un puissant outil de négociation, et que tout dommage pratique qu'ils causent à la croissance à court terme soit plus que compensé par des réductions de la fiscalité et de la réglementation ; que son imprévisibilité même catalyse la négociation et la résolution des conflits ; et qu'une grande partie de ce qu'il a dit qu'il ferait ne soit pas fait. Il est également probable que certaines de ses nominations les plus provocatrices n'atteignent pas l'inauguration, et encore moins le bureau.

Entre-temps, à l'horizon 2025, le risque économique mondial pourrait pencher à nouveau du côté de l'inflation. Lorsque la nouvelle administration entrera en fonction, il est probable que le déficit structurel des États-Unis sera encore plus important. Le paquet fiscal de la Chine a peut-être déçu les investisseurs locaux, mais il n'en est pas moins important - et peut-être

Image source : US 50 dollar  
© Getty Images.

© 2024 Rothschild & Co  
Wealth Management

Date de publication : novembre 2024.  
Valeurs : toutes les données au 14  
novembre 2024, texte au 18 novembre  
2024.

Sources des graphiques et tableaux :  
Rothschild & Co ou Bloomberg sauf  
indication contraire.

inachevé. Le premier budget du nouveau gouvernement britannique était résolument procyclique, en dépit des discussions sur les « trous noirs » fiscaux imaginaires, tandis que le gouvernement de coalition allemand est tombé parce que son projet de budget ne l'était pas.

Parmi les grandes économies, seule la France semble essayer de resserrer sa politique budgétaire de manière significative. Parallèlement à cette impulsion budgétaire, les taux d'intérêt baissent, le chômage reste faible, les enquêtes de conjoncture se stabilisent et les liquidités du secteur privé sont saines. Pendant plus de deux ans, les économistes se sont préparés à un recul important qui ne s'est pas produit. Sont-ils sur le point de rater une reprise importante ?

Beaucoup diagnostiquent une « stagnation séculaire ». Nous restons sceptiques et, dans les essais ci-dessous, nous suggérons que trois contraintes structurelles perçues sur la croissance - la dette, les taux d'intérêt réels et le protectionnisme - pourraient être moins contraignantes que ce que l'on craint.

Une croissance plus forte serait d'abord bien accueillie par les marchés boursiers et, pour l'instant, de notre point de vue descendant, nous préférons toujours les actions aux obligations, et les États-Unis à la plupart des autres régions. Toutefois, après la récente envolée du marché américain, beaucoup de choses sont prises pour argent comptant : les valorisations y sont revenues à des niveaux de 2021 et, cette fois, les taux d'intérêt sont plus élevés. Ces taux baissent actuellement, mais si la reflation est imminente, ils ne devraient peut-être pas le faire avant longtemps. Bien entendu, les banques centrales ont appris de leurs erreurs et sont sans doute capables de les répéter à l'identique.

**Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian**  
Global Investment Strategists

## POLITIQUES PRINCIPALES

### Politiques de soutien économique

#### Impôts

Réduction du taux de l'impôt sur les sociétés de 21 % à 15 %.  
Prolongation des dispositions relatives à l'impôt sur le revenu des personnes physiques prévues par la loi de 2017 sur les réductions d'impôts et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act), qui doit expirer en 2025.

Rétablissement de la déduction illimitée pour les impôts locaux et d'État (SALT)

#### Déréglementation

Ambition renouvelée d'assouplir la réglementation dans plusieurs secteurs, notamment l'énergie, la finance et la construction ; moins constructive, l'abrogation de la loi sur la réduction de l'inflation.

### Politiques économiques restrictives

#### L'immigration

Expulsion d'une grande partie des 11 millions d'immigrés clandestins américains - réduction potentielle de la main-d'œuvre de 4 % grâce à l'expulsion accélérée ; fin de l'opération « attraper et relâcher ».

#### Protectionnisme

L'Amérique d'abord : imposition de droits de douane de 10 à 20 % sur toutes les importations de 3 milliards de dollars (contre un droit de douane effectif de 2 % aujourd'hui) ; droits de douane de 60 % sur les marchandises chinoises (contre 19 %).

Interdiction pour les Chinois et les étrangers de posséder des infrastructures essentielles aux États-Unis.

Renégociation de l'accord États-Unis-Mexique-Canada

#### Santé

Plus de concurrence sur les marchés de l'ACA ; réduction (et/ou consolidation) des agences fédérales (par ex. CDD) ; engagement renouvelé pour faire baisser les prix des médicaments ; RFK Jnr. cherche à « rendre l'Amérique saine à nouveau ».

#### Climat

« Domination de l'énergie » - abrogation d'une grande partie de l'héritage de Biden en matière de climat (par exemple, annulation des fonds non dépensés de l'IRA) tout en mettant l'accent sur les combustibles fossiles ; plus grande attention portée aux minéraux essentiels.

#### Défense

Règlement de la guerre en Ukraine ; modernisation et relance de la base industrielle ; reconfiguration de l'OTAN si les alliés ne sont pas en mesure de s'engager à dépenser davantage.

#### Bitcoin

Création d'une réserve stratégique ; objectif de faire des États-Unis la « capitale cryptographique de la planète ».

Source: Rothschild & Co, Bloomberg, FT, BBC

# La vie après la dette...

Seize ans après la crise financière mondiale de 2008, la dette est plus élevée que jamais. Ce n'est pas une surprise. Ce n'est pas nécessairement un problème insurmontable.

Le monde ne peut pas être insolvable. Chaque emprunteur a un prêteur : les dettes financières totales sont égales aux avoirs financiers totaux. C'est une évidence, mais lorsque quelqu'un s'inquiète du fait que l'humain moyen doive (par exemple) 30 000 \$, ou du fait que nous empruntons aux générations futures, il n'a pas tous les éléments en main.

L'importance pratique de la dette est plus nuancée que le discours catastrophiste (comme le FMI lui-même l'a récemment reconnu). Si les emprunts mondiaux sont générés par les populations ayant nouvellement accès aux banques et investissant dans des entreprises et hypothéquant leurs nouvelles maisons, alors ils reflètent simplement la prospérité. Un monde plus riche sera susceptible d'avoir un bilan financier plus important. Il n'y a pas de « bonne » quantité de dette.

La dette ne s'ajoute pas à, ni ne se déduit de la demande totale potentielle. La création de crédit facilite la croissance à court terme car les emprunteurs veulent dépenser maintenant, alors que les prêteurs non. De manière similaire, les diminutions de crédit ralentissent l'économie si les emprunts sont remboursés. Mais la dette redistribue du pouvoir d'achat global, elle ne l'augmente pas, et elle ne le diminue pas.

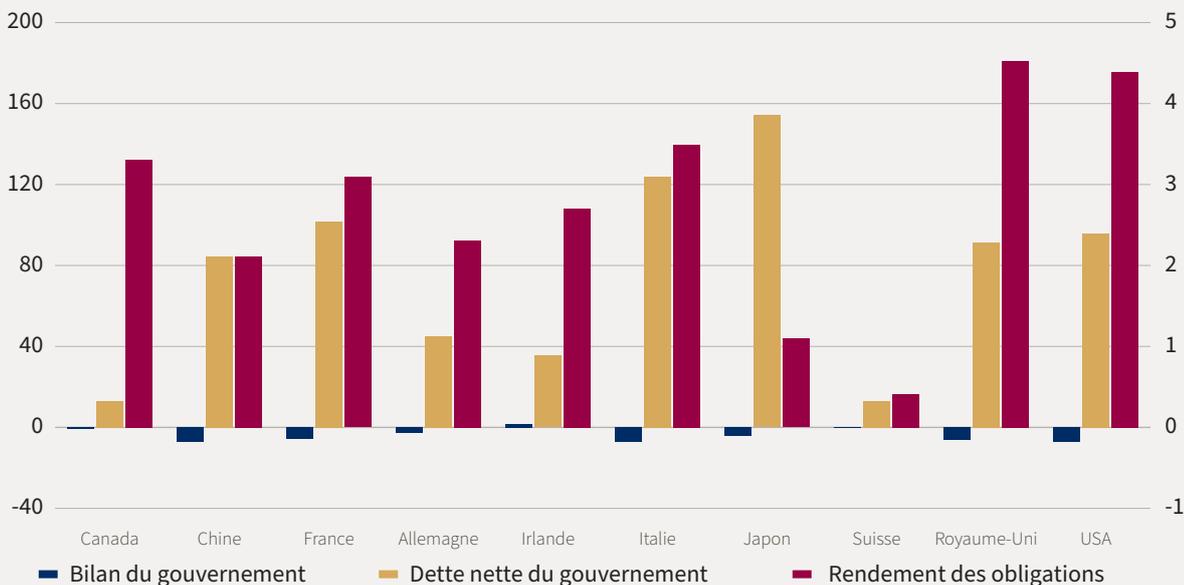
La dette n'est pas un apport nécessaire, un « facteur de production primaire ». Ces choses-là sont réelles (ressources naturelles, main d'œuvre, savoir, institutions), non financières.

Une nuance supplémentaire provient du fait que la dette et l'argent peuvent être les deux faces d'une même pièce, car lorsque le système bancaire fait un prêt, il crée un dépôt. Lorsque le crédit s'assèche, les liquidités sont accumulées, le capital travail est rare et l'activité est interrompue, comme en 2008-2009. Mais il est toujours possible d'imprimer de nouveaux billets.

Le débat sur la dette se concentre parfois sur un secteur spécifique. Récemment, le secteur public, qui est le secteur dont les dettes ont augmenté le plus vite depuis la crise financière de 2008 car les

## SCHÉMA 1 : TAUX D'ENDETTEMENT ET COÛTS D'EMPRUNT ACTUELS

Par rapport au PIB (% , LHS) ; Rendement (% , RHS)



Source: Rothschild & Co, Bloomberg, IMF

Note : Les données chinoises se rapportent à la dette publique brute.

gouvernements et les banques centrales ont renfloué les économies et, plus récemment, aidé les consommateurs et les entreprises à traverser la pandémie de Covid.

L'intérêt a été attisé par le livre très influent « This Time Is Different », publié en 2009 par les économistes américains Reinhart et Rogoff, qui notèrent l'omniprésence historique de crises financières et de défaillances (publiques). Malheureusement, leur analyse ultérieure, plus pragmatique, qui prétendait identifier des seuils d'endettement au-delà desquels la croissance est compromise, était entachée d'erreurs de calculs et d'interprétation, ainsi que d'événements.

Les taux d'endettement du gouvernement varient grandement entre les pays et au cours du temps, mais n'entraînent pas toujours la prospérité de manière drastique ni ne provoquent une hausse des coûts d'emprunt, au moins pour les pays représentant le plus grand intérêt pour les investisseurs (figure 1). L'Allemagne et la Suisse sont des pays prospères et peu endettés, avec des coûts d'emprunt faibles, mais les taux d'endettement dans d'autres pays prospères varient très considérablement, et ne présentent quasi aucune corrélation évidente avec leurs coûts d'emprunt.

Aux États-Unis, les emprunts publics sont particulièrement d'actualité, et les projets du nouveau président semblent partis pour stimuler encore le déficit (les revenus issus des droits de douane ne compenseront pas les nombreuses réductions d'impôts).

Mais on trouve ici encore une autre nuance. Les obligations d'État américaines, et le dollar, sont considérés par les investisseurs du monde entier comme des « valeurs refuges ». Ce statut a survécu à toutes sortes de manœuvres dans le cadre des plafonds d'endettement, de suspensions par les gouvernements, et des dégradations de crédit. En même temps, les États-Unis sont parvenus in extremis (et cela semble être parfois nécessaire) à accroître les recettes publiques de cinq points de pourcentage du PIB tout en restant une économie à faible taux d'imposition. Dans la pratique, tout cela signifie qu'alors que les emprunts du gouvernement fédéral américain ont une influence sur le rendement, ils ne l'ont pas de manière systématique ou drastique.

La dette publique est également particulièrement d'actualité, et un sujet très sensible ici en Europe. Il en aura fallu une faible quantité pour faire s'effondrer le gouvernement de coalition en Allemagne, et elle a créé la confusion au sein du nouveau gouvernement du Royaume-Uni. Mais encore une fois, alors que les rendements réagissent souvent aux nouvelles relatives aux emprunts (et ce fut clairement le cas au Royaume-Uni en septembre 2022 après le budget Truss), les mouvements sont généralement limités par rapport à ceux réalisés habituellement par le cycle économique (qui a vu les rendements des titres

## SCHÉMA 2 : DETTE DU ROYAUME-UNI ET RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT

Par rapport au PIB (%), (LHS) ; rendement réel (moyenne mobile sur 7 ans, %), (RHS)



Source: Rothschild & Co, Datastream, Banque d'Angleterre

à 10 ans et les rendements des obligations d'État augmenter de 3,25 et de 4,5 points de pourcentage par rapport à leurs niveaux historiquement bas de 2020).

Il y a un grand nombre de données historiques disponibles au Royaume-Uni, où il n'est pas possible, à l'œil nu, d'identifier un lien à long terme entre la dette publique et les coûts d'emprunt (figure 2). Cela pourrait refléter le biais variable omis, mais les oiseaux de mauvais augure en matière de dette ne tiennent pas compte de telles subtilités.

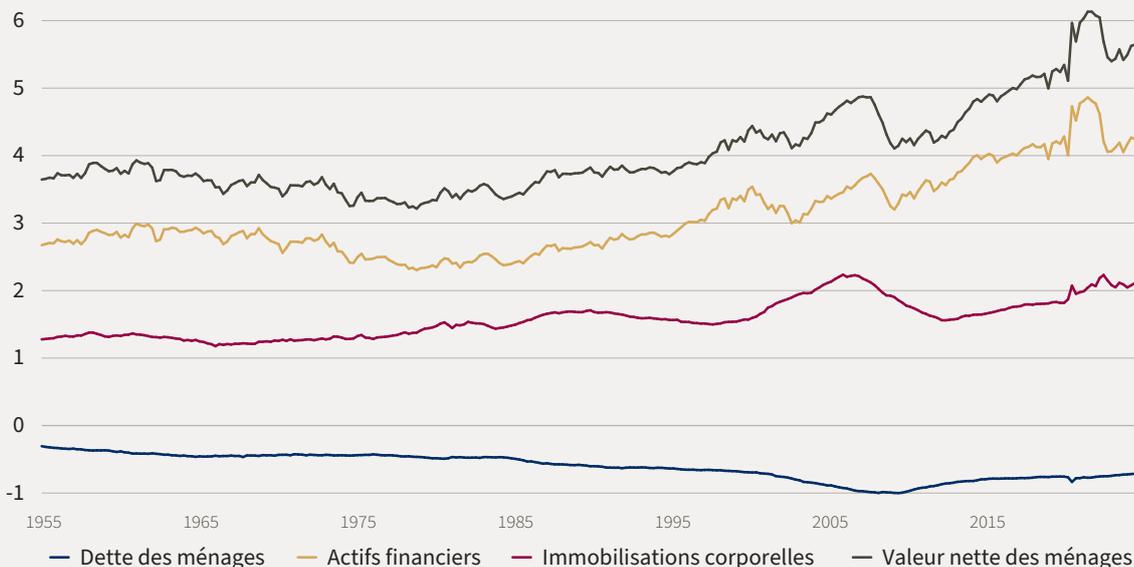
Si vous ne devez vous concentrer que sur un seul secteur, il faudrait alors probablement que ce soit le secteur des ménages (figure 3). Les consommateurs sont les propriétaires ultimes de l'économie (même s'ils ne le savent pas). Pour les États-Unis, leur valeur nette identifiée (encore une autre nuance) est clairement positive, presque six fois le niveau du PIB, et submerge les emprunts internationaux de leur gouvernement (moins d'un tiers du PIB).

Ce n'est pas que théorique. Les gens croient fermement qu'il y a simplement « trop » de dette, et que cela doit entraîner un arrêt de la croissance. Si vous avez pensé que le monde était insolvable en 2008-2009, vous n'auriez pu vous sentir rassuré à aucun moment depuis lors. Au contraire : vous vous inquiéteriez encore plus maintenant.

Mais si vous n'avez pas vu en 2008-2009 une économie mondiale profondément défectueuse mais une économie soumise à une sur-exubérance monétaire périodique (toujours répréhensible, bien sûr) et à des réparations, vous vous seriez alors senti plus à même de participer à ce qui s'est avéré être un cycle d'investissements rentables (ou, si vous étiez membre du gouvernement, d'emprunter pour des projets à utilité sociale). Emprunter de manière irréfléchie est néfaste, mais être obsédé par la dette l'est tout autant.

### SCHÉMA 3 : VALEUR NETTE DES MÉNAGES AMÉRICAINS

Par rapport au PIB des États-Unis (%)



Source: Rothschild & Co, Datastream, Réserve fédérale

# Vivre avec des taux d'intérêts plus élevés

Après un des cycles de resserrement les plus prononcés jamais enregistrés, nous assistons actuellement à un des cycles de relâchement les plus importants. Les principales banques centrales occidentales, enhardies par leur réussite apparente dans la lutte contre l'inflation, laissent chuter les taux d'intérêt, quoiqu'à des vitesses différentes et avec différents niveaux de conviction (figure 4).

Mais il se pourrait que ce soit un peu trop tôt pour qu'elles (et les investisseurs) se détendent : il semble que la déflation soit en train de ralentir, et les marchés des obligations ont récemment enregistré une hausse du risque lié à l'inflation. Avec la perspective d'un assouplissement de la politique fiscale des deux côtés de l'Atlantique et les droits de douane américains qui doivent augmenter, les risques d'une inflation à court terme n'ont pas disparu. Il est possible qu'une remise en question des taux d'intérêts ait lieu : des taux réels plus élevés pourraient s'avérer nécessaires pour conserver une crédibilité monétaire.

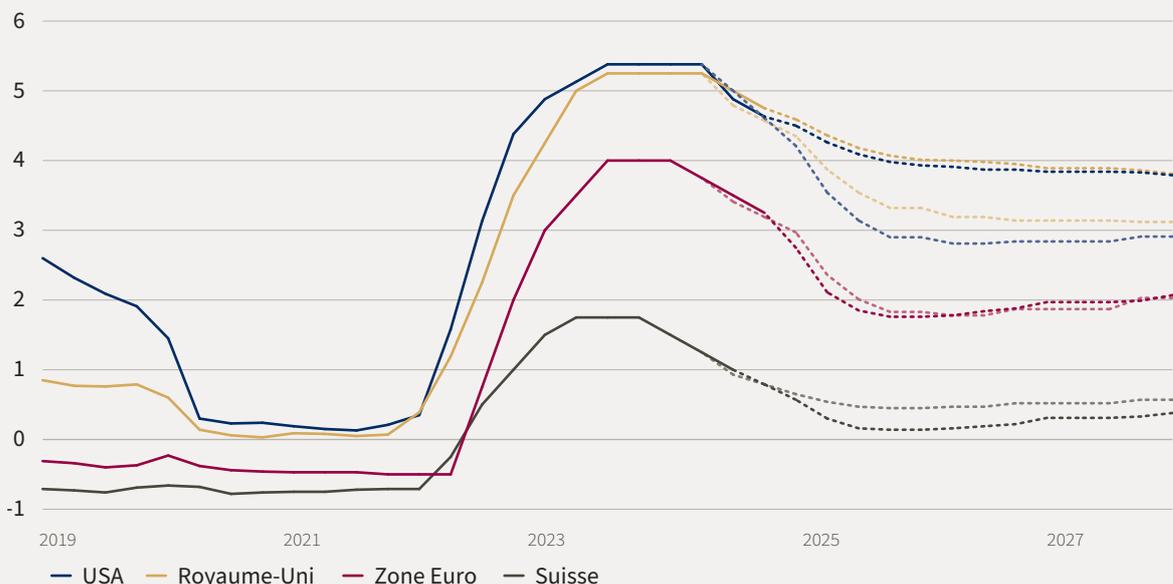
Si c'est le cas, le niveau des taux d'intérêts pourrait-il être une contrainte supplémentaire sur la croissance ?

## CYCLE DE TAUX MALIN, CYCLE ÉCONOMIQUE BÉNIN

Ce fut un cycle de resserrement inhabituel à bien des égards, non seulement au niveau de la dynamique inflationniste sous-jacente, mais aussi concernant la forme et la vitesse de la réponse apportée par voie de politiques. La banque centrale moyenne d'un marché développé a augmenté ses taux d'intérêts de presque 4,5 points de pourcentage au cours des deux dernières années, avec un niveau absolu de taux d'intérêts culminant légèrement au-dessus des 5 % (sur une base pondérée par le PIB).

### SCHÉMA 4 : TAUX RÉELS DES POLITIQUES (EN GRAS) ET INDUITS PAR LE MARCHÉ (EN POINTILLÉS)

Les toutes dernières estimations par rapport à il y a deux mois (%)



Source: Rothschild & Co, Bloomberg

Note: Les lignes pointillées plus foncées (plus claires) représentent les prix du marché les plus récents (il y a deux mois).

Il est à noter que le resserrement de la politique ne semble pas avoir causé de grandes souffrances à l'économie : il y a eu peu (ou pas) de fissures affectant l'économie dans son ensemble, ce qui laisse penser que la croissance va s'inverser. Il y a eu quelques poches d'indigestion au sein des secteurs bancaire et immobilier, et nombreux sont ceux qui montrent du doigt les légendaires « décalages longs et variables » entre les taux d'intérêts élevés et l'économie réelle. Mais au bout de deux ans et demi depuis le début du cycle actuel, et avec des taux d'intérêt en train de retomber, les marchés du travail restent encore tendus, les consommateurs continuent à dépenser et les défauts de paiement des entreprises ont commencé à reculer (après avoir culminé à des niveaux relativement bas).

Cela peut refléter le fonctionnement des hypothèques à taux fixe, ou l'extension du profil d'échéance de la dette des entreprises, ou simplement le fait que la politique monétaire a été particulièrement souple au début : les taux d'intérêts plus élevés ont récemment été au niveau ce que ce l'on considérait par le passé comme « normal ».

Ce n'est pas une grande surprise que les économies n'aient pas dû inverser la tendance pour réduire l'inflation. Si l'inflation est en partie causée par la restriction des approvisionnements, et pas seulement par des dépenses trop élevées, elle peut alors s'estomper sans trop affecter la croissance. Les économies n'ont pas besoin de se rétracter pour générer de nouvelles capacités de réserve : elles ont seulement besoin de croître plus lentement que leur potentiel de production, et si les contraintes d'approvisionnement s'assouplissent, des capacités deviennent alors disponibles.

Bien entendu, il faut également gérer la demande, et le cycle d'inflation récent a été causé à la fois par une déficience de l'approvisionnement, et par une demande excessive. Si on laisse les taux chuter trop vite, on risque alors d'utiliser l'intégralité des capacités de réserve (nommées « écart de production »), et des pressions inflationnistes risquent alors d'apparaître.

#### **OBSERVATION DE L'ÉTOILE R-STAR**

Nous avons vu ci-dessus qu'il n'y a pas de « bon » niveau pour la dette. Cela s'applique-t-il également aux taux ? Alternativement, après une si longue période de taux anormalement bas (et maintenant brièvement hauts), y a-t-il une moyenne juste à laquelle ils pourraient finir par se fixer ?

Comme indiqué, dans les comparaisons sur le long terme, les taux d'intérêts actuels sont clairement banals. Et bien que nous soyons agnostiques sur les niveaux d'endettement, nous parlons souvent de « valeur équitable » pour les taux d'intérêts : à 4-5 % pour les États-Unis et le Royaume-Uni, et à 3-4 % pour la zone Euro, proche du niveau récent des taux.

Ces notions de valeur équitable n'ont pas été sorties par magie d'un chapeau : elles doivent quelque chose à la notion de dette, au moins de manière implicite. Même s'il n'y a pas de « bon » niveau pour cette dernière, une manière d'évaluer à quel moment la croissance endettée peut devenir problématique est de comparer cette croissance au taux de croissance nominal de l'économie. Les ratios dette-PIB varient grandement au cours du temps et d'un pays à l'autre, comme nous l'avons montré ci-dessus, mais la stabilité de ces ratios, avec une croissance de la dette proportionnelle au PIB nominal, peut rassurer même l'économiste le plus pessimiste. Et si les taux d'intérêts sont alignés sur ce taux d'intérêt, ils contribueront alors au moins à rendre le monde plus stable.

*Si l'on fait des comparaisons à plus long terme, les taux d'intérêt actuels sont tout à fait quelconques*



Ainsi, la bibliographie cite souvent le taux de croissance tendanciel du PIB nominal (la somme de l'inflation et de la croissance de la production) comme un niveau neutre ou « équitable » des taux d'intérêts. De tels taux contribuent à garantir que les bilans restent proportionnels à l'économie.

Une telle règle empirique a également très bien fonctionné après la deuxième Guerre Mondiale. Aux États-Unis et au Royaume Uni, les deux plus importantes économies disposant de données sur le long terme, les taux d'intérêts en vigueur sur la période 1955-2005 étaient à 1 point de pourcentage d'écart avec la croissance moyenne du PIB nominal. Le service normal fut interrompu avec la crise financière de 2008 puis avec la pandémie, mais il est peut-être en train de se réaffirmer.

Bien entendu, les tendances en matière de PIB nominal ne sont elles-mêmes pas gravées dans la pierre, et ce qui s'appliquait après la 2e Guerre Mondiale n'est plus nécessairement valide aujourd'hui. Avec une inflation ciblée de nos jours à 2 % et un potentiel de croissance réelle avoisinant les 2 % (au moins aux États-Unis et au Royaume-Uni), la moitié inférieure de cette fourchette de 4 à 5 % pourrait être plus appropriée.

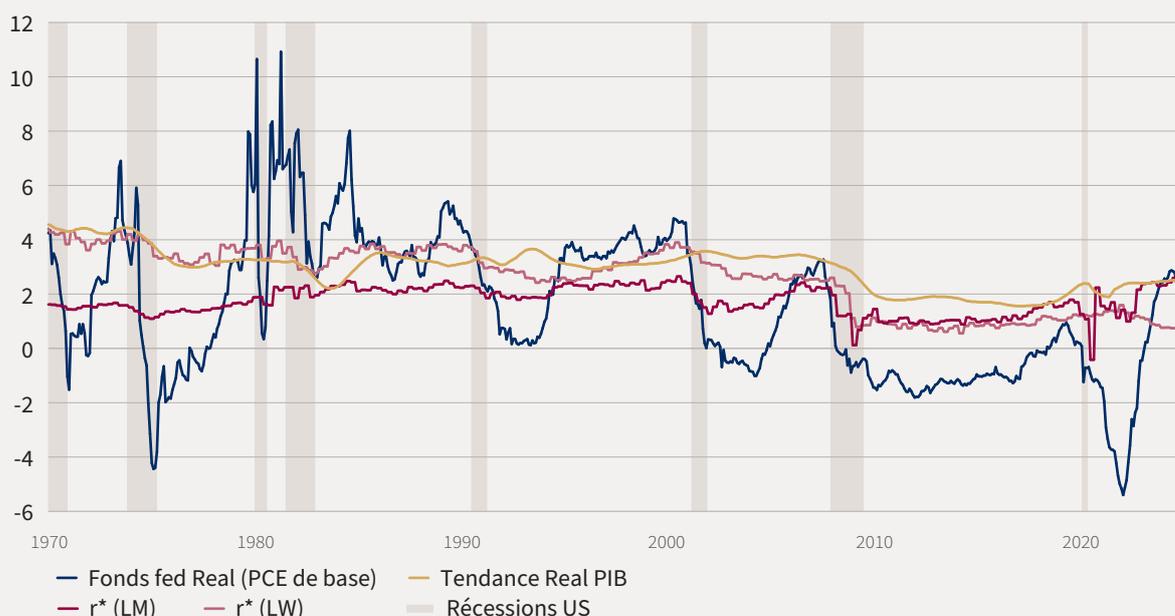
Ces derniers temps, la notion d'un niveau de taux d'intérêts équitable, neutre ou « naturel » figure naturellement dans les réflexions à court terme des économistes universitaires et des responsables des banques centrales. Le débat se concentre sur le R-star, une tentative pour évaluer un taux d'intérêt réel (ajusté sur l'inflation) à court terme qui ne soit ni expansionniste, ni contractionniste. Inévitablement, celui-ci n'est pas observable directement, mais doit être déduit de tendances et de relations économiques plus larges, et c'est la raison pour laquelle il n'a été que d'une utilité limitée dans les politiques de calibrage. Concernant notre règle empirique sur le long terme, le R-star correspondra au taux tendanciel de croissance réelle du PIB, mais les modèles des banques centrales sont plus complexes que cela. Deux sont indiqués dans le graphique, avec une moyenne mobile à court terme pour la croissance nominale tendancielle du PIB (figure 5).

Les estimations de R-star ont été en baisse ces dernières années (la Bank of England<sup>[1]</sup> suggère que les taux d'intérêts réels sont plus bas depuis plusieurs siècles, même si bien sûr cela ne s'applique pas à la croissance réelle du PIB sur cette période, suggérant qu'à très long terme, soit les données, soit notre

<sup>1</sup> Huit siècles de taux d'intérêt réels mondiaux, R-G, et le déclin « supraséculaire », 1311-2018, Banque d'Angleterre, 3 janvier 2020

### SCHÉMA 5 : ESTIMATIONS AMÉRICAINES DU TAUX D'INTÉRÊT « NATUREL »

(%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Note : L'estimation HLW (Holston-Laubach-Williams) est un modèle semi-structurel qui retire les fluctuations cycliques à court terme de l'activité par une décomposition tendancielle / de cycle et qui attribue les changements survenus au niveau du taux d'intérêt naturel à la croissance tendancielle de la production et à un résidu qui englobe d'autres facteurs potentiels.

Le modèle LM (Lubik Matthews) est un modèle de série temporelle qui inclut l'inflation, la croissance réelle de la production et le taux d'intérêt réel à court terme.

règle empirique, soit les deux, sont à remettre en question). Une grande partie de ce récent déclin a été attribuée à la « stagnation séculaire » mentionnée ci-dessus. Cela a pris de l'ampleur à l'époque post-crise financière : des taux d'intérêts prétendument historiquement bas au cours du dernier cycle reflétaient le fait que les économies étaient simplement « sorties de la croissance ». Les cicatrices économiques issues de cet épisode ont été très marquées, et il est possible que les modèles R-star, ainsi que les attentes quant à la croissance future, reflétaient ce qu'il s'était passé et non ce qu'il allait se passer.

Toutefois, certaines estimations plus récentes du R-star ont été en hausse : actuellement dans la fourchette 1 % à 2,5 % (3 % - 4,5 % nominal). Les cyniques diront que cela reflète simplement le rebond récent des taux réels, mais il existe également d'autres raisons de penser que ce niveau plus élevé des taux d'intérêts réels pourrait bien être le nouvel état d'équilibre « normal » (ou peut-être le nouvel état ancien normal). Les changements sur le long terme concernant l'augmentation de l'intensité du capital, pas seulement au niveau technologique, mais aussi la transition climatique et les efforts de décarbonation, suggèrent que nous sommes peut-être en train de nous éloigner d'un monde où la volonté d'épargner est supérieure et conduit à un monde où des investissements plus importants sont facteurs de croissance.

Quels que soient les facteurs exacts des taux d'intérêts (un des grands inconvénients pour les économistes est qu'il n'est pas possible de déterminer ces facteurs ni de les démontrer clairement), nous pensons qu'il est tout à fait probable que les taux d'intérêts de la dernière décennie aient été l'exception et non la règle, et que les niveaux d'aujourd'hui ne représentent pas une menace pour la croissance. En effet, si le modèle de la valeur équitable ou du R-star basé sur la croissance est correct, alors c'est l'économie qui définit en fin de compte les taux d'intérêts, et non l'inverse.



# Croissance et protectionnisme

La disparition des barrières commerciales a probablement contribué à entretenir la prospérité économique dans le monde d'après-guerre.

La libre circulation du commerce, du capital, des personnes, des technologies, des cultures et des idées nous a donné un plus grand choix et a accru la concurrence, profitant aux consommateurs, aux entreprises et aux travailleurs. De plus, elle a contribué aux tendances déflationnistes des dernières décennies.

Plus récemment, toutefois, le monde a vécu une vague de perturbations en termes d'approvisionnement dont une pandémie et des guerres en Europe et au Moyen-Orient. Les tensions commerciales se sont renforcées après 2016, et sont destinées à dégénérer. Le protectionnisme est-il maintenant un obstacle majeur à la croissance mondiale ?

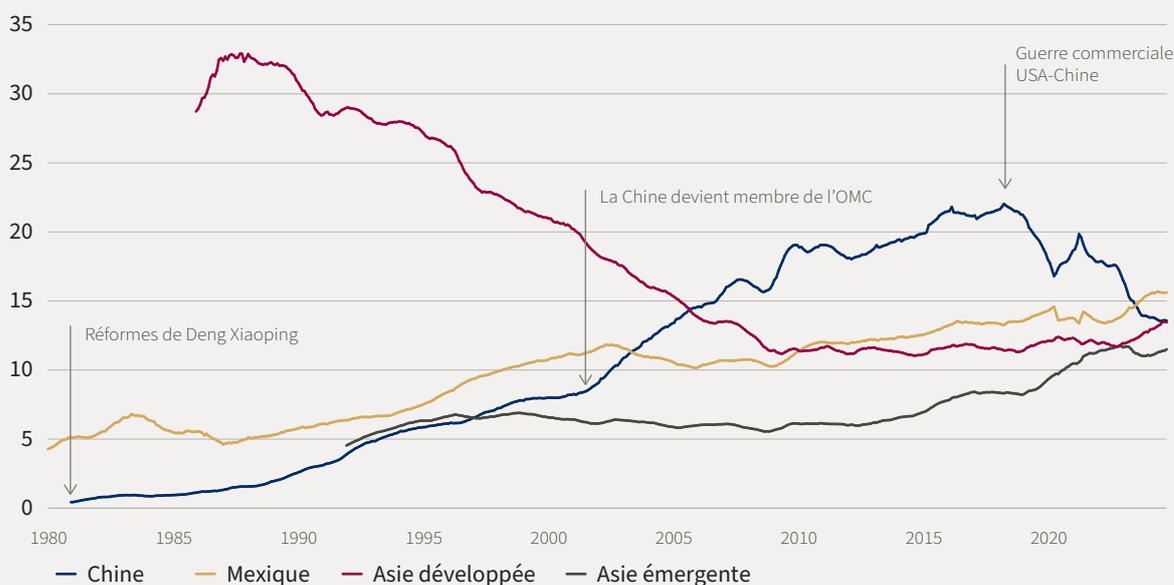
## LE PROTECTIONNISME ÉTAIT LA NORME

En effet, le monde était moins ouvert avant la deuxième moitié du XXe siècle. Les droits de douane (une taxe sur les importations) étaient couramment utilisés pour « protéger » les producteurs nationaux. Toutefois, cette protection a souvent été contre-productive.

Les Corn Laws en furent un exemple notoire, au cours de la première moitié du XIXe siècle, lorsque le Royaume-Uni introduisit des droits de douane sur les céréales afin de protéger ses agriculteurs (et propriétaires terriens) contre des importations en surplus provenant de l'étranger. La hausse des prix de l'alimentation qui en résulta, en particulier durant des périodes de maigres récoltes, affecta le revenu disponible des ménages et réduisit les dépenses dans des secteurs clés tels que la fabrication,

## SCHÉMA 6 : IMPORTATIONS DES MARCHANDISES AMÉRICAINES PAR RÉGION

Part totale des importations (moyenne mobile sur 12 mois, USD, %)



Source : Rothschild & Co, Datastream, US Census Bureau, calculs de l'auteur

Note : « Asie développée » fait référence au Japon, Singapour, Corée du Sud et Taïwan. « Asie émergente » fait référence à l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, la Thaïlande et le Vietnam.

compensant ainsi plus que largement les avantages pour les agriculteurs nationaux.

Un siècle plus tard, de l'autre côté de l'Atlantique, le Smoot-Hawley Act de 1930, au tout début de la Grande Dépression, était censé protéger l'industrie américaine. Au lieu de cela, les droits de douane pris au titre de mesures de rétorsion par les principaux partenaires commerciaux des États-Unis (politiques protectionnistes « beggar-thy-neighbour ») ont probablement prolongé la crise.

Néanmoins, l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT) de 1947, puis l'Organisation mondiale du commerce (OMC) à partir de 1995, ont abaissé les obstacles au commerce des biens (dans le cadre du GATT) et, par la suite, des services. Associé à des innovations dans le domaine des transports maritimes (telles que l'adoption du container maritime standardisé de 40 pieds) et, fait marquant, le fait que la Chine ait rejoint l'OMC fin 2001, cela conduisit à une forte accélération des échanges commerciaux et de la mobilité des capitaux : la « mondialisation ».

### DE RARES SIGNES DE « DÉMONDIALISATION » AUJOURD'HUI

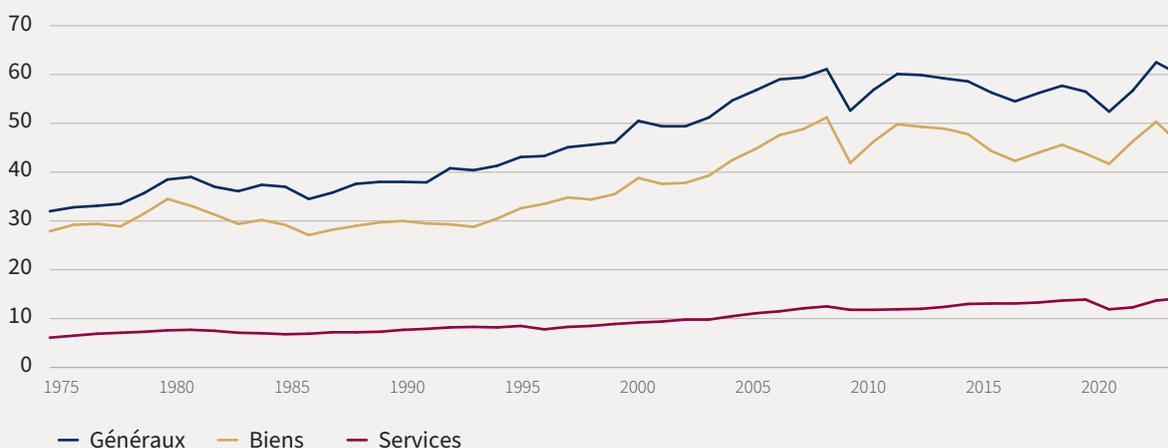
Une réaction défavorable s'est fait jours lorsque certains experts et politiciens arguèrent que le déclin de l'emploi survenu dans le secteur occidental de la fabrication était de la faute de la mondialisation. Le débat sur la « démondialisation » s'est intensifié pendant la pandémie, alors que les échanges commerciaux étaient interrompus par l'urgence sanitaire et que les chaînes d'approvisionnement étaient distendues et brisées. Les consommateurs occidentaux se mirent à réfléchir à savoir si, à vrai dire, ils pourraient s'en sortir sans ces échanges commerciaux.

L'ampleur de la démondialisation est facilement exagérée. Néanmoins, la part des importations des États-Unis depuis la Chine décline depuis que les tensions commerciales ont été sérieusement ravivées en 2018, profitant aux pays asiatiques émergents voisins et au Mexique. Il est effectivement possible que cela ait eu pour conséquence le rallongement des chaînes d'approvisionnement se, avec plus de liens indirects entre les États-Unis et la Chine. Des marchandises immédiates peuvent être exportées de la Chine vers les pays voisins, où est assemblé le produit final, avant d'être ré-exporté vers les États-Unis. Il semble qu'une réorganisation des chaînes d'approvisionnement, plutôt qu'une délocalisation, se soit produite.

En effet, alors que le commerce mondial de biens et services par rapport au PIB (une manière d'évaluer la mondialisation) stagne depuis plus d'une décennie maintenant, il le fait à des niveaux historiquement hauts, jusqu'à atteindre brièvement, en 2022, un record (figure 7). Il pourrait encore atteindre de nouveaux records cette année, alors que volumes commerciaux visibles connaissent un regain de dynamisme, associés à un PIB en bonne santé.

### SCHÉMA 7 : COMMERCE MONDIAL DES BIENS ET SERVICES

Par rapport au PIB (%)



Source : Rothschild & Co, Datastream, Banque mondiale, calculs de l'auteur  
Note : Le point de référence « général » de 2023 est une estimation.

## LES BRICS : UNE FAUSSE AUBE

Le groupe des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) fut créé par l'économiste Jim O'Neill en 2001. La prédiction était que ces économies émergentes représenteraient bientôt une part bien plus importante du PIB mondial (figure 8).

Leurs leaders politiques suivirent la doctrine marketing lorsqu'ils tinrent leur sommet inaugural en 2009 (l'Afrique du Sud devint membre en 2010, créant le bloc des « BRICS »), et depuis, le groupe s'est encore élargi, incluant désormais l'Égypte, l'Éthiopie, l'Iran et les Émirats arabes unis. Toutefois, alors que leur part mondiale du PIB s'est accrue, en grande partie grâce à la Chine, ils n'ont que peu progressé dans leurs efforts pour se détourner de l'Occident. En tant que sujet d'investissement, la déception a été gigantesque, car le bloc, dont la Chine, a été très loin des performances des États-Unis en termes de devises communes.

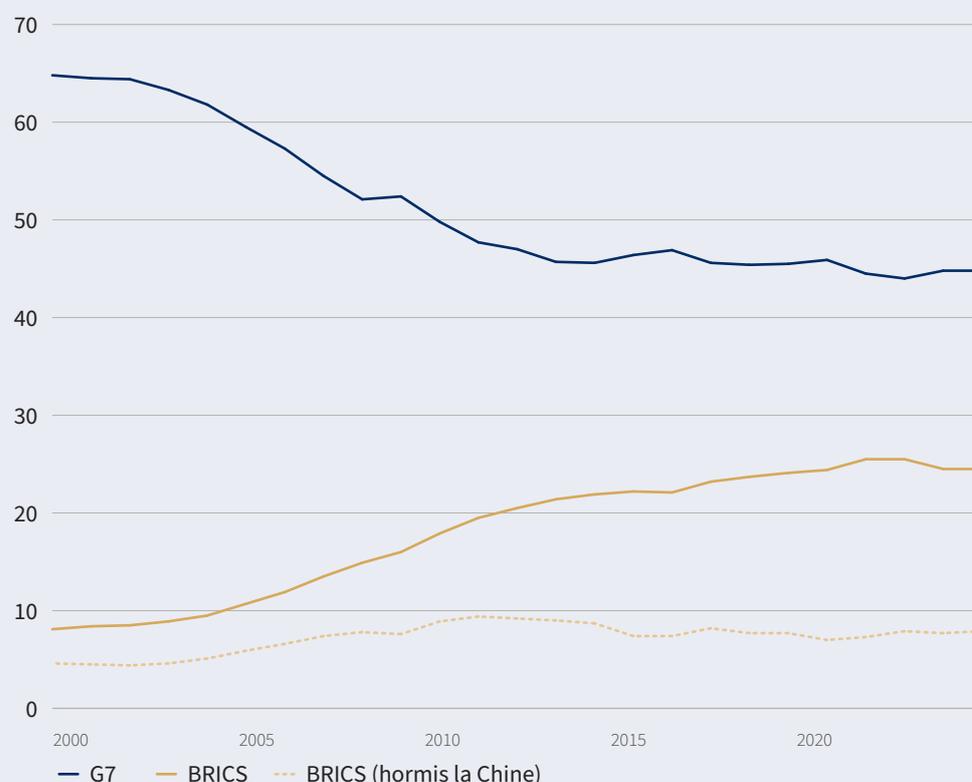
Les pays concernés ont peu de choses en commun. Chacun a des gammes de produits, des standards en matière de gouvernance et des relations avec l'Occident différentes. Il existe des tensions au sein du bloc : par exemple, les débordements en cours sur la frontière sino-indienne.

De plus, il n'y a eu aucune progression matérielle dans la « dé-dollarisation », ce qui a été confirmé de nouveau lors du sommet très médiatisé qui s'est tenu le mois dernier. Premièrement, l'idée d'une monnaie commune n'a jamais été réaliste, et la priorité est en train de se déplacer sur l'idée de régler les paiements internationaux dans les devises locales. Plus largement, peu d'économies émergentes (autres que leurs partenaires commerciaux directs) souhaitent se faire payer en roubles russe voir en renminbis chinois, en particulier s'ils ont de la dette libellée en dollars. Le dollar est toujours demandé en temps de crise, et très récemment, le Brésil a dû rejoindre les accords de compensation d'urgence de la Réserve fédérale, libellés en dollars, lors de la pandémie.

L'histoire des BRICS était une bonne histoire, mais n'avait pas vraiment de base en termes d'économie objective. Le bloc le plus important dans l'économie mondiale reste le secteur américain des ménages...

### SCHÉMA 8 : PART MONDIALE DU PIB

Termes en USD (%)



Source: Rothschild & Co, Bloomberg, IMF

Note : Le G7 comprend le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. Les BRICS comprennent le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud.

## L'ÉLÉPHANT DANS LA PIÈCE : TRUMP 2.0

Le retour de Donald Trump signifie que l'économie la plus importante du monde est sur le point de dévier dans une direction plus protectionniste, une fois de plus.

Le 47e Président des États-Unis n'a pas su voir que le déficit commercial des États-Unis est essentiellement attribuable à la forte demande intérieure, et pas seulement à la compétitivité. Il a parlé de droits de douane de 60 % sur toutes les marchandises chinoises, et de 20 % sur les importations de marchandises des autres pays. Les droits de douane effectifs des États-Unis (une taxe collectée par rapport aux importations totales) pourraient augmenter au-dessus des 25 %, soit le taux le plus haut depuis plus de cent ans (figure 9).

L'impact (à court terme) sur la croissance et l'inflation serait sans aucun doute important. Il est possible que les importateurs se mettent en recherche d'alternatives à la Chine (comme on l'a signalé, la production est de toute façon en train de se déplacer vers les pays voisins), mais les droits de douane généraux s'appliqueraient dans tous les cas.

Toutefois, il est possible que Trump utilise la menace des droits de douane comme monnaie d'échange. En 2019, il avait fait la menace de droits de douane de (allant jusqu'à) 19 % sur toutes les importations de marchandises en provenance du Mexique, un partenaire commercial majeur. Mais ces droits de douane ne se sont jamais matérialisés. À la place, il a conclu un accord sur les frontières. Scott Bessent, un des candidats possibles au poste de Secrétaire au Trésor, a suggéré que les droits de douane sont effectivement un outil de négociation.

Certaines parties de l'Europe peuvent être affectées. Notamment l'Allemagne, qui semble exposée à ce risque en raison de son important excédent commercial visible vis-à-vis des États-Unis. Toutefois, tous les pays européens n'ont pas un excédent commercial visible vis-à-vis des États-Unis. Et d'autres pays ayant un excédent commercial vis-à-vis des États-Unis, comme l'Arabie Saoudite, ne l'ont qu'à un niveau modeste.

Malgré toutes les inquiétudes, compréhensibles, survenues lorsque Trump a augmenté les droits de douane lors de son premier mandat, l'augmentation effective se remarque à peine ramenée à l'échelle (encore figure 9). Cette fois-ci, les propositions de Trump sont plus effrayantes, mais la Chine sait qu'il n'a pas tout à fait tort (c'est toujours l'économie la plus protégée). En attendant, le commerce mondial va continuer d'être déterminé par de nombreuses variables, et pas uniquement par le flux et le reflux du protectionnisme. Si la demande intérieure américaine devait être stimulée par les réductions fiscales, par exemple, les importations s'en trouveraient aidées, même celles venant de Chine. Et malgré toute la rhétorique de Trump, les importations américaines totales de biens et de marchandises représentent toujours seulement 14 % des dépenses intérieures totales, avant droits de douane, bien entendu.

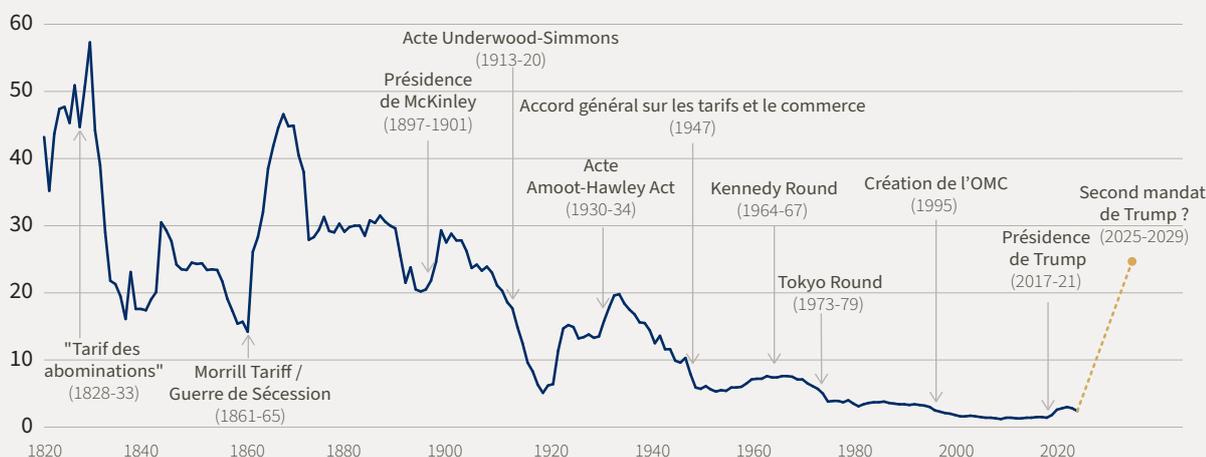
« Les pays qui enregistrent régulièrement d'importants excédents sont les protectionnistes de l'économie mondiale. D'autres, comme les États-Unis, qui enregistrent d'énormes déficits commerciaux permanents en sont les victimes... Le problème, c'est [...] les politiques industrielles prédatrices. »

Robert Lighthizer, ancien représentant américain au commerce (2017-21), article du Financial Times,

1er novembre 2024.

## SCHÉMA 9 : UN HISTORIQUE SUR 200 ANS DES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS

Droits de douane effectifs américains sur les importations totales de marchandises (1821-2023, %)



Source : Rothschild & Co, Commission américaine sur le Commerce international, U.S. Census Bureau (office américain des statistiques), calculs de l'auteur  
 Note : Les droits de douane effectifs se définissent comme des taxes collectées par rapport aux importations totales. L'étiquette « second mandat de Trump » est une prévision « au maximum » qui suppose des droits de douane de 20 % sur toutes les importations de marchandises, et des droits de douane de 60 % sur toutes les importantes de marchandises en provenance de Chine.

# Économie et marchés : contexte

## CROISSANCE : PRINCIPALES ÉCONOMIES

Confiance des entreprises : écarts types par rapport à la tendance



Source : Bloomberg, Rothschild & Co  
Composite des composantes prospectives des enquêtes manufacturières en Chine, en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis, approximativement pondérées en fonction du PIB.

## INFLATION G7

En glissement annuel (%)



Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## RENDEMENTS DES ACTIONS ET DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

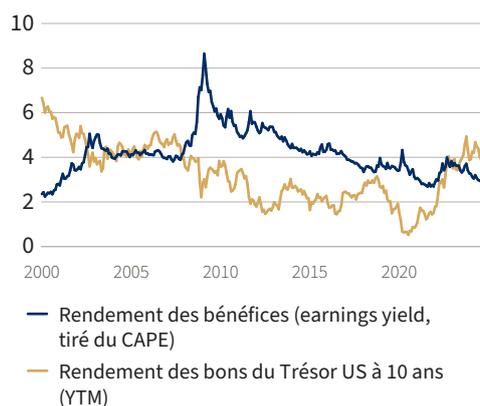
Rendement relatif depuis 2005 (%)



Source : MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

## ACTIONS ET OBLIGATIONS AMÉRICAINES – VALORISATIONS RELATIVES

(%)



Source : MSCI, Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

## ACTIONS

Indices MSCI en USD

	MOIS (%)	ANNÉE (%)
Monde	-0.6	18.7
États-Unis	1.8	25.8
Europe hors Suisse & Royaume-Uni	-6.8	2.9
Royaume-Uni	-5.1	7.5
Suisse	-6.7	1.4
Japon	-4.1	5.7
Pacifique hors Japon	-3.1	8.4
Asie émergente	-7.4	11.9
Marchés émergents hors Asie	-3.2	-4.7

## DEVICES

Taux de change effectifs nominaux pondérés en fonction des échanges commerciaux (JP Morgan)

	MOIS (%)	ANNÉE (%)
Dollar américain (USD)	3.2	6.6
Euro (EUR)	-1.0	0.0
Livre sterling (GBP)	-0.2	4.2
Franc suisse (CHF)	-0.7	-1.3

## OBLIGATIONS

Rendements et taux actuels, en devise locale

	REND. MOIS (%)	ANNÉE (%)
Souv monde (couv \$)	3.19	-0.5
IG monde (couv \$)	4.70	-0.7
HY monde (couv \$)	7.34	0.8
US 10 ans	4.44	-2.3
Allemagne 10 ans	2.34	-0.4
Royaume-Uni 10 ans	4.48	-1.5
Suisse 10 ans	0.40	0.9

## AUTRES

	NIVEAU MOIS (%)	ANNÉE (%)
Or (USD)	2565	-3.2
Brent (USD)	73	-6.3
Gas (EUR)	46	14.0

Toutes les données sont en date du 14 novembre 2024.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source des tableaux : Bloomberg, Rothschild & Co

## Informations importantes

Ce document est produit par **Rothschild & Co Wealth Management UK Limited**. Sauf accord écrit spécifique de Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, ce document ne doit pas être copié, reproduit, distribué ou transmis, en tout ou en partie, à une autre personne. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information et de marketing et ne constitue pas une recommandation personnelle ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des titres ou tout autre produit bancaire ou d'investissement. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal.

La valeur des investissements, et les revenus qui en découlent, peuvent varier à la hausse comme à la baisse, et il se peut que vous ne récupériez pas le montant de votre investissement initial. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication des performances futures. Investir pour obtenir un rendement implique l'acceptation des risques : les performances souhaitées ne sont pas et ne peuvent pas être garanties. Si vous changez d'avis sur vos objectifs d'investissement et/ou votre tolérance au risque et au rendement, veuillez contacter votre conseiller clientèle. Lorsqu'un investissement implique une exposition à une devise étrangère, les variations des taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur de l'investissement et des revenus qui en découlent. La production de revenus peut se faire au détriment du rendement du capital. Les rendements du portefeuille seront considérés sur la base d'un «total return», ce qui signifie que les rendements proviennent à la fois de l'appréciation ou de la dépréciation du capital, telles que reflétées dans les prix des investissements de votre portefeuille, et des revenus reçus de ces investissements sous forme de dividendes et de coupons. Les avoirs des portefeuilles discrétionnaires réels ou d'exemple présentés ici sont détaillés à des fins d'illustration uniquement et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Comme le reste de ce document, ils ne doivent pas être considérés comme une sollicitation ou une recommandation pour un investissement séparé.

Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited quant à l'équité, l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document ou des informations qui constituent la base du présent document ou pour toute confiance accordée au présent document par toute personne quelle qu'elle soit. En particulier, aucune déclaration ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions contenus dans le présent document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Lorsque les données contenues dans cette présentation sont de source : MSCI, nous sommes tenus, en tant que condition d'utilisation, de vous informer que : « Ni MSCI ni aucune autre partie impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI ne donne de garanties ou de représentations expresses ou implicites concernant ces données (ou les résultats à obtenir par leur utilisation), et toutes ces parties déclinent expressément par la présente toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de qualité marchande ou d'adéquation à un usage particulier en ce qui concerne l'une quelconque de ces données. Sans limiter la portée de ce qui précède, MSCI, l'un de ses affiliés ou un tiers impliqué dans la compilation, le calcul ou la création des données ou lié à ceux-ci ne peuvent en aucun cas être tenus responsables de dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris la perte de bénéfices), même s'ils ont été informés de l'éventualité de tels dommages. Aucune autre distribution ou diffusion des données MSCI n'est autorisée sans l'accord écrit exprès de MSCI ».

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Enregistré en Angleterre sous le numéro 04416252. Siège social : New Court, St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority.

«Ce document est distribué par **Rothschild & Co Bank AG**, Zollikerstrasse 181, CH-8034 Zurich, en Suisse et à l'étranger. Des lois ou autres réglementations peuvent restreindre la distribution de ce document dans certaines juridictions. Le contenu de ce document n'est pas destiné aux personnes relevant d'une juridiction qui interdit la distribution de ce document ou des stratégies d'investissement qui y sont mentionnées. En conséquence, les destinataires de ce document doivent s'informer et respecter toutes les exigences légales et réglementaires applicables. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être envoyés ou introduits aux États-Unis ou distribués aux États-Unis ou à une US person. Le terme « États-Unis » englobe les États-Unis d'Amérique, tous les États qui les composent, leurs territoires et possessions, ainsi que toutes les zones placées sous leur juridiction souveraine.

Rothschild & Co Bank AG est autorisé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Laupenstrasse 27, 3003 Berne, Suisse ([www.finma.ch](http://www.finma.ch)).