Rothschild & Co
Asset Management

Février 2023

Monthly Macro Insights

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

Une réouverture plus rapide que prévu de la Chine, conjuguée à l'atténuation de la crise énergétique en Europe, ont permis d'améliorer les perspectives de croissance mondiale. Parallèlement, les investisseurs restent convaincus de la fin prochaine de la campagne de resserrement monétaire dans un contexte de baisse de l'inflation mondiale, anticipant même une réduction des taux directeurs dès le second semestre 2023. Toutefois, l'incertitude entourant ce scénario idyllique reste élevée.

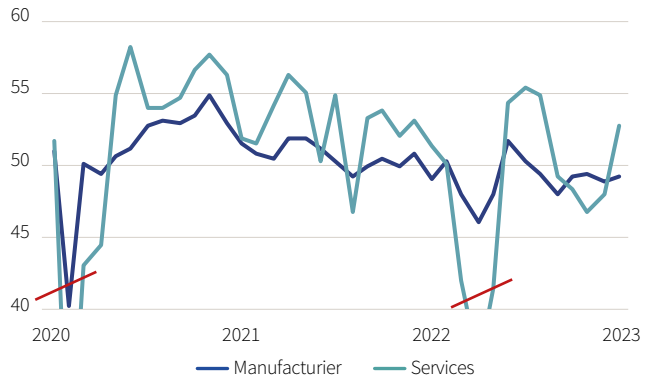
Les craintes de récession ont disparu...

Les statistiques de janvier portant sur la confiance des entreprises ont indiqué un début d'année positif pour le secteur des services chinois, soutenu par l'espoir que l'abandon de la politique "zéro Covid" se traduise par de nouvelles améliorations de l'activité économique. D'ailleurs, comparativement à sa projection d'octobre 2022, la prévision de croissance 2023 de la Chine publiée par le FMI le mois dernier a été révisée à la hausse de près d'un point de pourcentage pour atteindre 5,2 %. Toutefois, des interrogations subsistent quant à l'ampleur et la durabilité de cette reprise. D'après le consensus, elle sera robuste, alimentée par une demande refoulée et financée par un excès d'épargne.

Néanmoins, ce dernier n'est certainement pas réparti de manière égale, les ménages relativement aisés en ayant capté une grande part. Il est ainsi peu probable qu'ils puisent dans cette épargne de manière significative, leur propension à consommer étant à la fois stable et relativement faible. De plus, avec les incertitudes sur les perspectives mondiales, l'épargne de précaution pourrait demeurer élevée. L'économie chinoise reste également confrontée à plusieurs vents contraires structurels, tels que les défis démographiques et le marché immobilier.

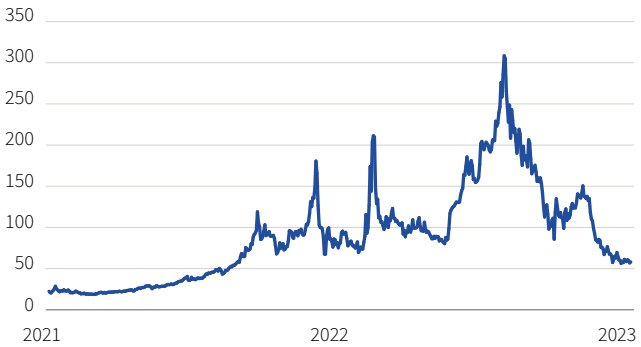
En Europe, les prévisions sur le prix du gaz naturel ont été sensiblement revues à la baisse grâce des températures hivernales relativement douces et à des niveaux de stockage

Chine – Confiance des entreprises
Indice S&P Global



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, février 2023.

Zone euro – Prix du gaz
En €, mWh



Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, février 2023.

plus élevés que prévu, réduisant fortement le risque de rationnement forcé. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement s'étant, en outre, atténuées, les entreprises sont devenues moins pessimistes. Ainsi, l'indice S&P Global de la confiance des entreprises en Zone euro en janvier a franchi le seuil neutre de 50, une première depuis juin dernier, renforçant l'espoir d'une amélioration dans les mois à venir.

Cependant, alors que la réouverture de la Chine s'accélère et que les craintes de récession en Europe s'évaporent, la dynamique américaine s'essouffle plus fortement que prévu. Tandis que le PIB a progressé de 0,7 % en glissement trimestriel – ou de 2,9 % en rythme annualisé – au quatrième trimestre 2022[1], la composition de la croissance suscite des inquiétudes. Bien que la consommation réelle soit restée solide, les ménages sont devenus prudents en fin d'année au regard de la contraction des dépenses de novembre et de décembre. L'investissement des entreprises a été faible, l'investissement résidentiel s'est de nouveau effondré, et l'activité sous-jacente excluant les composantes volatiles – comme les stocks et le commerce – a affiché une maigre croissance. De plus, l'inversion de la courbe des taux[2], la chute de l'indicateur économique avancé du Conference Board et la nette contraction de l'indice ISM manufacturier[3] – à son plus bas niveau depuis la crise financière mondiale de 2008, excepté la chute éphémère durant la pandémie – sont autant de signes d'un risque important de récession. Pour l'heure, les investisseurs ont décidé de ne pas tenir compte de ces signaux et restent optimistes quant à l'atterrissage en douceur de l'économie, grâce notamment à l'augmentation du revenu disponible et à la désinflation.

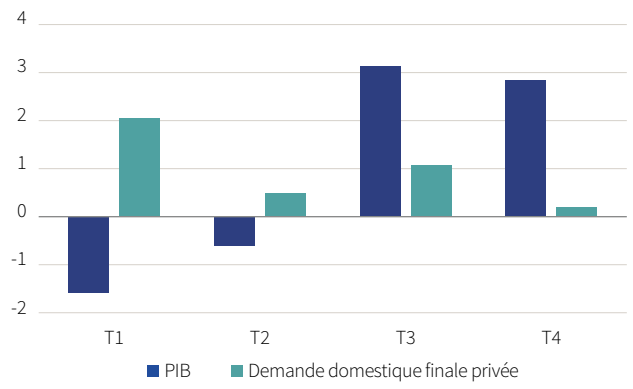
...même si le débat sur l'inflation n'est toujours pas tranché

L'inflation mondiale semble avoir atteint un sommet au troisième trimestre 2022, ce qui ne semble pas le cas de l'inflation sous-jacente qui reste bien au-dessus des niveaux pré-pandémiques. Les acteurs financiers s'attendent à ce que la normalisation des prix des matières premières entraîne une forte baisse de l'inflation mondiale, tandis que l'amélioration de la situation sur les chaînes d'approvisionnement entraînera une baisse de l'inflation sous-jacente des biens. Aux États-Unis, l'inflation liée au logement, qui est encore très élevée dans les mesures officielles d'indices de prix, devrait sensiblement s'essouffler en 2023 étant donné que les statistiques plus récentes des loyers ont déjà commencé à stagner, voire à baisser.

En revanche, l'incertitude entourant l'évolution de l'inflation globale reste significative. Dans un premier temps, l'impact de la réouverture de la Chine sur les perspectives d'inflation est difficilement prévisible. D'une part, l'augmentation de la demande de matières premières, combinée à l'amélioration de la croissance mondiale, dans un contexte de stocks faibles et de capacités de production excédentaires limitées, pourrait suffire à bouleverser le scénario de désinflation. À l'inverse, la réouverture pourrait accélérer la résolution des problèmes des chaînes d'approvisionnement et des goulots d'étranglement, hâtant ainsi la désinflation dans le secteur des biens.

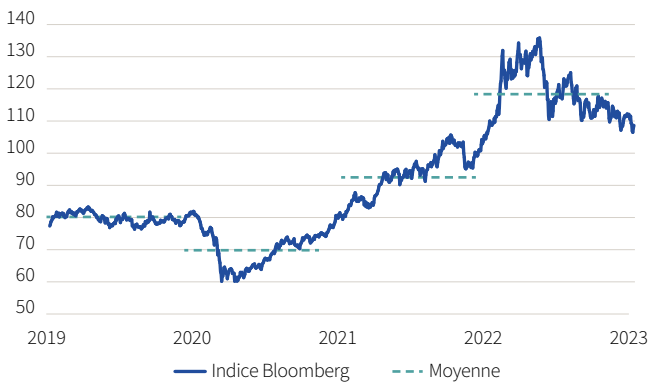
États-Unis – Croissance économique 2022

En %, t/t ann.



Source : FRED, Rothschild & Co Asset Management Europe, février 2023.

Monde – Prix des matières premières



Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, février 2023.

(1) Source : National Bureau of Statistics of China, février 2023.
(2) Représentation graphique des rendements des titres obligataires en fonction de leurs différentes échéances. Dans un environnement économique stable, sans pression inflationniste et endettement excessif, les taux d'intérêt vont croissant avec la date d'échéance des titres obligataires.
(3) Enquête reflétant la perception des décideurs du secteur manufacturier américain.

Dans un second temps, le rééquilibrage du marché du travail nécessaire pour ramener la croissance des salaires à un rythme plus conforme à l'objectif des banques centrales est sujet à débats. L'Histoire montre que le taux de chômage devra augmenter sensiblement – avec des conséquences en termes de récession – pour refroidir un marché du travail en surchauffe et ainsi freiner l'inflation des salaires. Malgré cela, les investisseurs pensent qu'il est possible d'y parvenir, en grande partie, par une baisse des offres d'emploi, estimant que la tension ne provient pas du surnombre de personnes ayant un emploi, mais du nombre d'emplois vacants trop élevé.

Du resserrement inconditionnel au resserrement conditionnel

Comme attendu, la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE) ont relevé leurs taux d'intérêt de 50 points de base début février. La BoE a semblé indiquer que le cycle de resserrement pourrait toucher à sa fin, confortant l'opinion du marché selon laquelle le taux directeur culminera autour de 4,25 %. Elle a néanmoins prévenu que si des pressions inflationnistes persistantes étaient constatées, un tour de vis supplémentaire serait nécessaire. Pour sa part, la BCE est restée *hawkish*[4], le Conseil des gouverneurs ayant l'intention de relever une nouvelle fois les taux de 50 points de base lors de la réunion de mars et de poursuivre ensuite le resserrement, tout en martelant qu'elle maintiendra le cap en relevant ses taux de manière significative, à un rythme régulier et en les gardant à des niveaux suffisamment restrictifs pour garantir un retour rapide à l'objectif d'inflation. Selon l'estimation préliminaire de janvier, l'inflation de la Zone euro a ralenti davantage que prévu, tombant à 8,5 % contre 8,9 % en décembre[5]. Toutefois, les pressions sous-jacentes sur les prix restent très élevées, l'inflation hors alimentation et énergie se maintenant à un niveau record de 5,2 %[5].

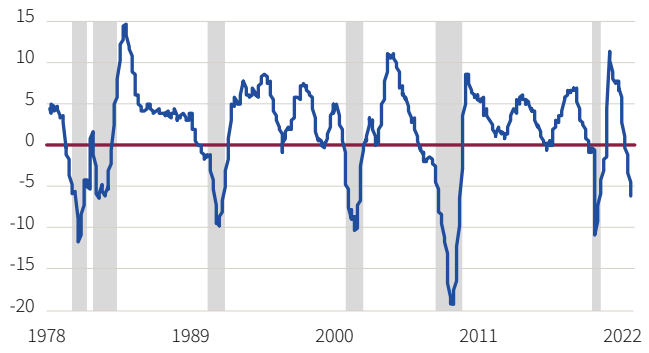
Aux États-Unis, la Fed a ralenti le rythme de ses hausses de taux à 25 points de base, portant son taux directeur à 4,75 %, les chiffres d'inflation plus faibles que prévu semblant avoir justifié ce ralentissement. L'Institution insiste néanmoins sur le fait que d'autres hausses de taux seront nécessaires afin de faire baisser l'inflation, suggérant que le taux final de 5,25 % était toujours pertinent. Toutefois, le président J. Powell a admis que l'économie américaine se trouvait dans les premiers stades d'une désinflation et ne s'est pas du tout inquiété de l'assouplissement récent des conditions financières, offrant – involontairement ? – aux investisseurs des signaux *dovish*[6]. Pourtant, le marché du travail reste très tendu et demeure source d'inquiétude. L'enquête Jolts[7] de décembre a indiqué que les offres d'emploi ont atteint leur plus haut niveau en cinq mois et que le taux de démission est resté quasi-stable, à un niveau historiquement élevé. En outre, plus de 500 000 emplois ont été créés en janvier et le taux de chômage est tombé à 3,4 %, son plus bas niveau depuis près de 60 ans[8]. Ainsi, la divergence de perspective entre la Fed et les marchés financiers concernant l'évolution du taux directeur s'est renforcée avec, d'un côté, la banque centrale qui milite pour un taux plus élevé et à plus long terme et, de l'autre, des investisseurs devenant si optimistes quant à la dynamique de l'inflation qu'ils s'attendent à ce que la Fed réduise son taux directeur dès le second semestre.

Dans l'ensemble, les récentes réunions des banques centrales suggèrent que les politiques monétaires vont devenir plus restrictives au cours des prochains mois, mais à un rythme nettement plus lent comparativement à celui de la campagne de resserrement de 2022. Pour autant, cela ne préfigure pas des baisses de taux à court terme, car la lutte contre l'inflation pourrait s'avérer beaucoup plus complexe que ce qui est envisagé par les investisseurs.

Achevé de rédiger le 8 février 2023

États-Unis – Indicateur économique avancé

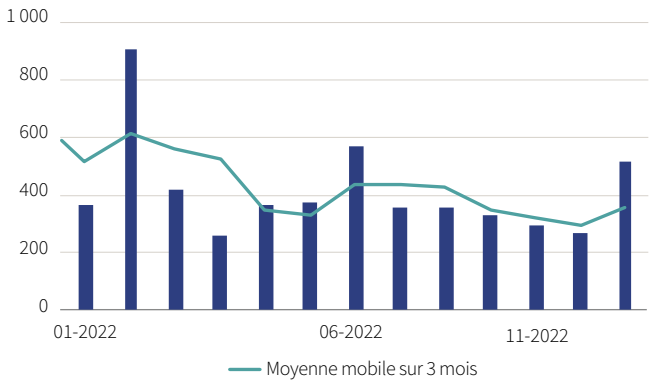
En %, a/a, Conference Board



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, février 2023.

États-Unis – Créations d'emplois

En millier, m/m



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, février 2023.

(4) Positionnement favorable à une politique monétaire moins accommodante pour lutter contre l'inflation.
(5) Source : Eurostat, février 2023.
(6) Positionnement favorable à une politique monétaire moins restrictive.
(7) Job Openings and Labor Turnover Survey, enquête mesurant l'excès de l'offre de travail aux États-Unis.
(8) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, février 2023.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 31/01/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 082	9,4%	9,4%
Euro Stoxx 50	4 163	9,7%	9,7%
S&P 500	4 077	6,8%	6,8%
Nikkei 225	27 327	4,7%	4,7%
Devises			
EUR/USD	1,09	1,6%	1,6%
EUR/JPY	141,32	0,6%	0,6%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/01/2023	Variation en pdb[1] sur 1 mois	Variation en 2023 pdb[1]
3 mois			
Zone euro	2,33%	57	57
États-Unis	4,64%	30	30
10 ans			
Zone euro	2,29%	-29	-29
États-Unis	3,51%	-37	-37

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 31/01/2023. 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 Europe. 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 Europe, 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 Europe 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 Europe, 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 Europe, 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 23 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com

Contacts

FRANCE - ROYAUME-UNI

Paris

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

SUISSE

Genève

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

ALLEMAGNE - AUTRICHE

Francfort

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 - ESPAGNE

Milan

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31

Rejoignez-nous sur **LinkedIn**

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

Rothschild & Co
Asset Management