



Mars 2023

# Monthly Macro Insights



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

En dépit d'une communication se voulant convaincante de la part des banques centrales, notamment au regard de la vigueur persistante des marchés du travail, les investisseurs s'attendaient à des baisses de taux dès le second semestre 2023 dans un contexte de ralentissement de l'inflation mondiale. Or, les récentes données macroéconomiques ont jeté un froid sur leur espoir d'une désinflation rapide.

## Les banques centrales vont-elles (et peuvent-elles) tolérer une croissance plus forte ?

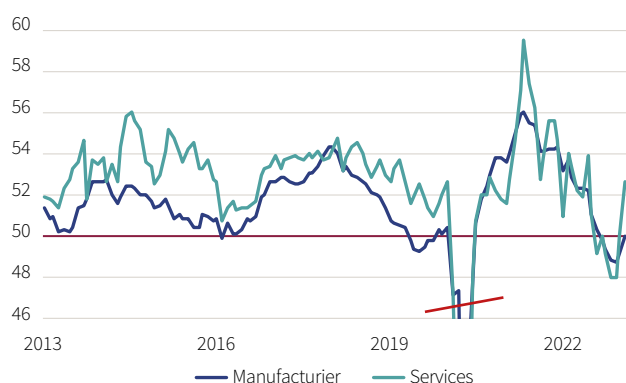
La confiance des entreprises s'est redressée en février, indiquant un retour à la croissance grâce à l'amélioration de la situation sur les chaînes d'approvisionnement et à la réouverture de la Chine. Cependant, alors que les goulots d'étranglement continuent de s'estomper, la sous-composante des prix à la production dans le secteur manufacturier reste bloquée à un niveau élevé, augmentant ainsi le risque que l'inflation des biens s'enracine. Parallèlement, les tensions sur le marché du travail pourraient continuer d'alimenter les pressions sur les prix dans le secteur des services. Dans ce contexte, les investisseurs ont été contraints

de revoir à la hausse leurs projections de taux directeurs terminaux, tout en repoussant le calendrier des baisses de taux attendues.

Aux États-Unis, des chiffres plus forts qu'attendu des prix à la consommation et des prix à la production suggèrent que l'inflation est probablement beaucoup plus persistante que ce qu'espéraient les investisseurs. De plus, les récentes publications de données américaines ont confirmé la solidité du marché du travail. Dans le détail, plus de 500 000 emplois ont été créés en janvier et le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau depuis 1969<sup>(1)</sup>. Les demandes initiales d'allocations chômage ont à nouveau baissé en février, et l'enquête du *Conference Board* auprès des consommateurs a montré une remontée du nombre de personnes considérant

### Monde – Confiance des entreprises

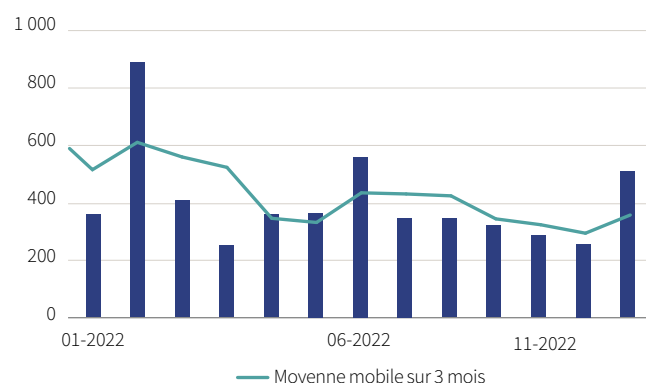
Indice S&P Global



Sources : JP Morgan, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023.

### États-Unis – Créations d'emplois

En millier, m/m



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023.

(1) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, mars 2023.

les emplois comme abondants. Une preuve supplémentaire que le marché du travail reste très tendu. En conséquence, les pressions salariales devraient rester fortes. D'ailleurs, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont été plus élevés qu'initialement estimés au dernier trimestre 2022, dans un contexte de forte révision à la baisse de la croissance de la productivité, ce qui suggère également que les pressions sur les prix restent obstinément élevées.

Ainsi, certains membres de la Fed ont émis l'idée qu'un retour à des hausses de taux de 50 points de base pourrait être justifié et presque tous ont insisté sur nécessité d'un taux directeur "plus haut pour plus longtemps". Au cours du cycle de resserrement 2004-2006, le taux directeur avait atteint 5,25 % et le rendement des obligations à 10 ans avait culminé à peu près à ce même niveau<sup>(2)</sup>. Aujourd'hui, la Fed s'apprête à relever son taux à des niveaux similaires, voire supérieurs, mais le rendement du Trésor à 10 ans est beaucoup plus faible, une évolution à surveiller, bien que des estimations plus mesurées de la croissance potentielle du PIB puissent expliquer en partie cette différence.

En Zone euro, l'inflation a été beaucoup plus forte que prévu en février selon les premières estimations. En excluant l'alimentation et l'énergie – un élément essentiel pour la BCE – l'inflation a bondi, passant de 5,3 % à 5,6 %, atteignant ainsi un point haut historique<sup>(3)</sup>. Alors que la flambée des coûts de l'énergie continue de s'atténuer, en partie grâce à des températures hivernales clémentes, la nette progression de la composante sous-jacente suggère que la hausse des prix continue de se propager à l'ensemble des secteurs de l'économie. Cela pourrait inciter les travailleurs à rechercher des augmentations de salaire plus importantes dans un marché du travail tendu, et ainsi déclencher une spirale salaires-prix,

en particulier si les anticipations d'inflation ne sont plus ancrées en raison de la lenteur de l'inflation à revenir à son objectif de 2%. Le taux de chômage est d'ailleurs resté inchangé en janvier, à 6,7 %, soit son plus bas niveau depuis le début de l'euro<sup>(3)</sup>. Dans ce contexte, la BCE relèvera sans doute ses taux de 50 points de base lors de la réunion du 16 mars prochain, et pourrait ajouter au moins 75 points de base supplémentaires d'ici la fin de l'année.

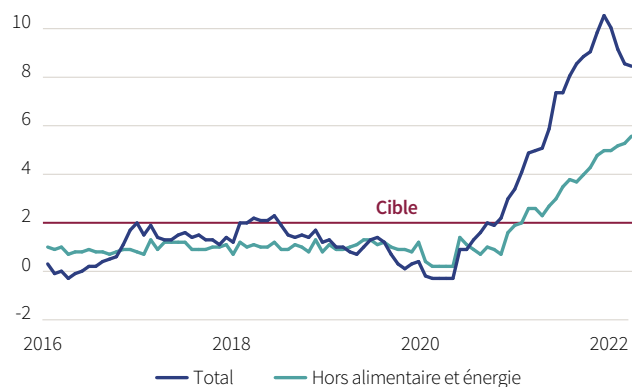
En somme, portés par l'espoir que l'abandon des restrictions sanitaires se traduise par une amélioration marquée de l'activité économique chinoise, alors que les craintes de récession en Europe s'évaporent, les investisseurs ont revu à la hausse leurs projections de croissance mondiale. Cependant, les banques centrales pourraient voir d'un très mauvais œil cette amélioration des perspectives économiques mondiales et, cyniquement pour certains, empêcher toute accélération de la croissance en resserrant encore davantage leurs politiques monétaires, avec le risque – notamment financier – que cela comporte.

## Les leçons des années 1970

La flambée des prix de ces deux dernières années a fait craindre aux investisseurs que l'économie mondiale ne connaisse une période de forte inflation persistante. La hausse des prix des produits de base, dans le sillage de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a exacerbé les pressions inflationnistes déjà élevées dues aux perturbations d'offre liées à la pandémie, tant dans le secteur des biens que sur le marché du travail. À cet égard, la situation ressemble aux chocs pétroliers des années 1970. De plus, à l'époque comme aujourd'hui, les politiques monétaires et budgétaires étaient accommodantes préalablement à ces chocs.

### Zone euro – Taux d'inflation

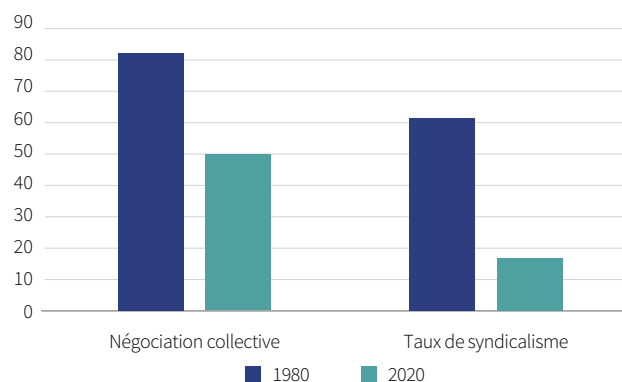
En %



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023.

### Monde – Flexibilité du marché du travail

En %



Sources : Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023.

(2) Source : Bloomberg, 28/02/2023.

(3) Source : Eurostat, mars 2023.

Cependant, les années 1970 ont été marquées par des rigidités économiques structurelles considérables, à l'image des négociations collectives couvrant en moyenne 80 % des salariés dans les pays de l'OCDE. À ce titre, l'indexation générale des salaires était un puissant moteur de la spirale salaires-prix : lorsque les prix à la consommation augmentaient de 1 %, les salaires progressaient automatiquement de 1 %, ce qui se répercutait sur les coûts des entreprises, poussant ainsi les prix à la hausse. Or, dans les années 1980, la plupart des pays ont décidé d'arrêter, voire d'interdire, les clauses d'indexation afin de limiter la persistance des chocs inflationnistes. Une plus grande flexibilité économique, combinée à une fixation des salaires moins centralisée, permet aujourd'hui un ajustement plus rapide de l'offre et de la demande dans les secteurs où les prix augmentent particulièrement rapidement. En outre, l'absence d'indexation automatique permet aux entreprises de moduler les revalorisations salariales en fonction de leur capacité à répercuter l'augmentation des coûts sur leurs clients, leur permettant d'étaler les revalorisations dans le temps, en fonction de l'évolution de leurs marges.

Un changement de paradigme s'est également opéré dans les cadres de la politique monétaire depuis les années 1970. Au cours de cette période, les mandats des banques centrales comportaient de multiples objectifs concurrents, notamment en matière de production et d'emploi, et les décideurs étaient enclins à attribuer la hausse de l'inflation à des facteurs spéciaux, sous-estimant ainsi l'impact omniprésent et durable des pressions excessives de la demande globale. À l'inverse,

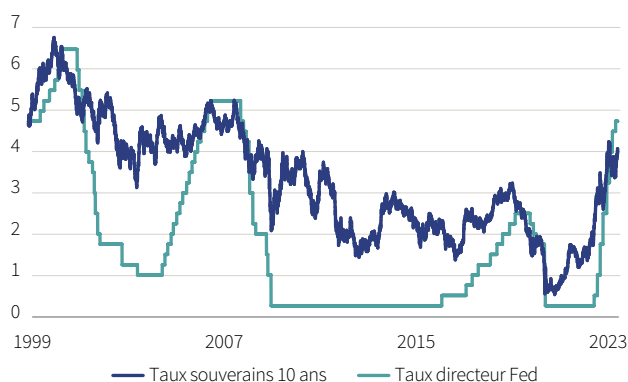
les banques centrales d'aujourd'hui ont des mandats clairs en matière de stabilité des prix, exprimés sous la forme d'une cible d'inflation explicite, et ont obtenu des résultats crédibles dans la réalisation de leurs objectifs. Par conséquent, l'inflation – en particulier la composante sous-jacente – est devenue moins sensible aux chocs inflationnistes.

Dans l'ensemble, le resserrement synchrone des politiques monétaires a contribué à la récession mondiale de 1982, permettant à l'inflation mondiale de fléchir d'environ 5 % par an, en moyenne, pendant le reste des années 1980, contre une moyenne de plus de 10% entre 1973 et 1983<sup>(4)</sup>. Ainsi, l'expérience des années 1970 a montré que les banques centrales doivent agir de manière préventive afin d'éviter une perte de confiance dans leur capacité à maintenir une inflation faible, malgré le coût élevé lié à la dégradation du marché du travail, notamment. En outre, l'Histoire nous enseigne qu'il s'avère essentiel d'éviter le désancrage de l'inflation, lorsque les ménages et les entreprises fondent leurs attentes en matière de salaires et de prix sur leur expérience récente des dynamiques d'inflation, parce que cela renforce le risque de spirale salaires-prix. La question étant de savoir si les banques centrales d'aujourd'hui accepteront un sacrifice à court terme pour un gain à long terme.

Achévé de rédiger le 6 mars 2023

## États-Unis – Taux souverain et taux directeur

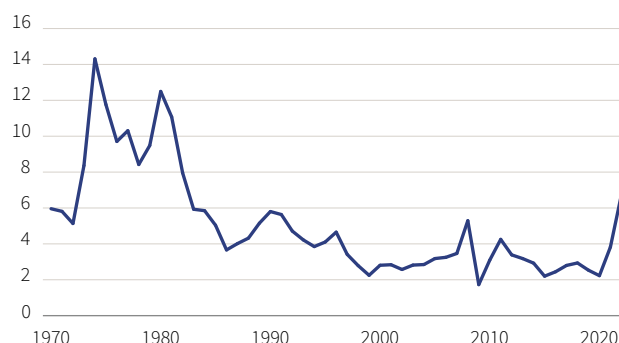
En %



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023.

## Monde – Taux d'inflation

En %, pondéré par le PIB



Sources : Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management Europe, mars 2023.

(4) Source : Banque Mondiale, mars 2023.

## Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

|                        | Cours au 28/02/2023 | Variation sur 1 mois | Variation en 2023 |
|------------------------|---------------------|----------------------|-------------------|
| <b>Marchés actions</b> |                     |                      |                   |
| CAC 40                 | 7 268               | 2,6 %                | 12,3 %            |
| Euro Stoxx 50          | 4 238               | 1,8 %                | 11,7 %            |
| S&P 500                | 3 743               | -8,2 %               | -2,0 %            |
| Nikkei 225             | 27 445              | 0,4 %                | 5,2 %             |
| <b>Devises</b>         |                     |                      |                   |
| EUR/USD                | 1,06                | -2,6 %               | -1,1 %            |
| EUR/JPY                | 143,99              | 1,9 %                | 2,5 %             |

| Taux d'intérêt | Niveau au 28/02/2023 | Variation en pdb <sup>(1)</sup> sur 1 mois | Variation en 2023 pdb <sup>(1)</sup> |
|----------------|----------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------|
| <b>3 mois</b>  |                      |                                            |                                      |
| Zone euro      | 2,71 %               | 38                                         | 95                                   |
| États-Unis     | 4,77 %               | 13                                         | 43                                   |
| <b>10 ans</b>  |                      |                                            |                                      |
| Zone euro      | 2,65 %               | 37                                         | 8                                    |
| États-Unis     | 3,92 %               | 41                                         | 5                                    |

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 28/02/2023. 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](http://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 Corratierie 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

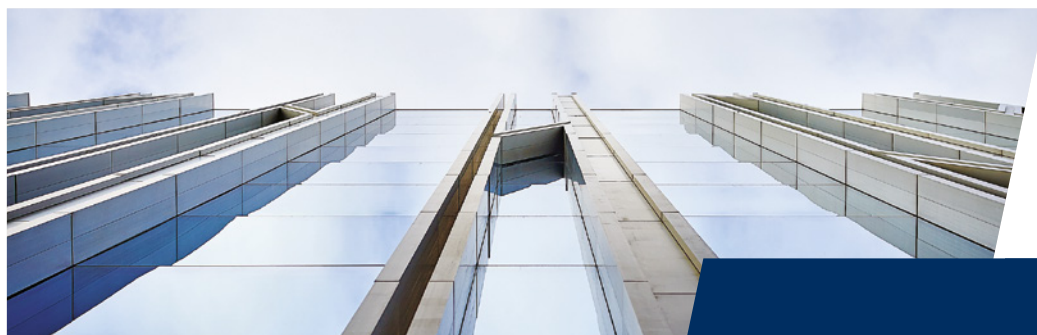
### Bruxelles

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](http://am.eu.rothschildandco.com)

 **Rothschild & Co**  
Asset Management