



Avril 2023

Monthly Macro Insights



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

L'économie mondiale s'est avérée mieux orientée que prévu en début d'année. En revanche, l'inflation tendancielle reste obstinément élevée alors que le secteur bancaire se retrouve en difficulté, témoignant ainsi des effets du resserrement monétaire le plus agressif depuis plusieurs décennies. En conséquence, les banques centrales devront équilibrer les risques entre stabilité des prix et financière.

Une activité plus résiliente début 2023

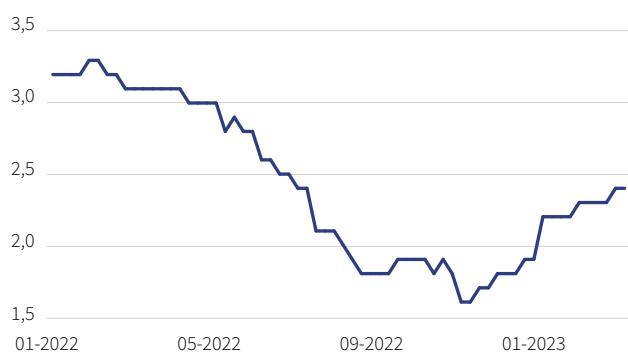
Les indicateurs économiques établis à partir d'enquêtes se sont redressés après les points bas auxquels ils étaient tombés à la fin 2022. La confiance des consommateurs a commencé à s'améliorer grâce à la robustesse du marché du travail et à la baisse de l'inflation globale, soutenant ainsi le pouvoir d'achat. Les enquêtes auprès des entreprises ont quant à elles rebondi depuis le creux de novembre dernier, en particulier dans le secteur des services, ce qui s'explique en partie par l'atténuation des perturbations de l'offre liées à la pandémie. Au niveau régional, le rebond consécutif à la réouverture en Chine s'accélère,

bien qu'à un rythme plus modéré que prévu, parallèlement à un rebond européen après le choc des prix de l'énergie.

Toutefois, le relèvement des perspectives économiques de la part des investisseurs est contrarié par des chiffres d'inflation tendancielle plus élevés qu'anticipé et des tensions persistantes sur les marchés du travail, obligeant ainsi les banques centrales à poursuivre leur hausse de taux. De plus, les effets négatifs du resserrement monétaire sur la croissance du crédit s'accumulent, et les tensions du secteur bancaire qui se manifestent actuellement aux États-Unis et en Europe vont probablement amplifier ces effets négatifs.

Monde – Préviation PIB 2023

En %, JP Morgan



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

Zone euro – Confiance des entreprises

S&P Global



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

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

Les risques de stabilité financière vont-ils remettre en cause le “higher for longer” ?

La plupart des banquiers centraux insiste sur la nécessité de maintenir des taux directeurs élevés un certain temps afin de rétablir la stabilité des prix. Ainsi, bien que les risques entourant la stabilité financière aient augmenté, il est peu probable qu'ils renoncent à leur objectif d'inflation. En effet, les banques commerciales sont globalement beaucoup mieux capitalisées qu'elles ne l'étaient en 2008 et la qualité de leurs portefeuilles de prêts, notamment hypothécaires, est meilleure. En ce sens, le risque d'une crise financière est pour l'instant limité.

Les récents événements dans le secteur financier pourraient néanmoins intensifier le resserrement du crédit, d'autant plus que les conditions d'accès aux prêts s'étaient détériorées avant même les turbulences récentes. En outre, aux États-Unis, la nécessité pour les banques de petite taille de préserver leurs liquidités face à la fuite des dépôts, l'augmentation des coûts de financement et un probable accroissement réglementaire pourraient exacerber cette tendance. Cela étant, si les marchés ont été ébranlés par les aléas bancaires, la confiance semble s'être rétablie promptement grâce aux actions rapides des décideurs politiques.

D'ailleurs, les investisseurs semblent parier que le resserrement monétaire mondial actuel, pourtant le plus prononcé et le plus rapide depuis au moins quarante ans, n'aura qu'un impact marginal sur l'activité économique. Certains d'entre eux vont même jusqu'à prévoir un scénario “sans atterrissage”, estimant que la croissance mondiale ralentira à peine en 2023.

Les politiques monétaires sont-elles inefficaces ?

L'objectif principal d'une politique monétaire plus stricte est de réduire les pressions inflationnistes via des taux d'intérêt plus élevés qui vont ralentir la demande globale. En effet, la politique monétaire influence l'économie par plusieurs canaux. Le niveau des taux d'intérêt influence la demande de crédit, alors que le canal des prêts bancaires a un impact sur l'offre de même que sur les conditions qui y sont rattachées. Le canal de la prise de risque fonctionne à travers les changements de prix des actifs financiers et la volonté des emprunteurs, des investisseurs et des banques de prendre des risques, ce qui influence le financement basé sur les marchés de capitaux.

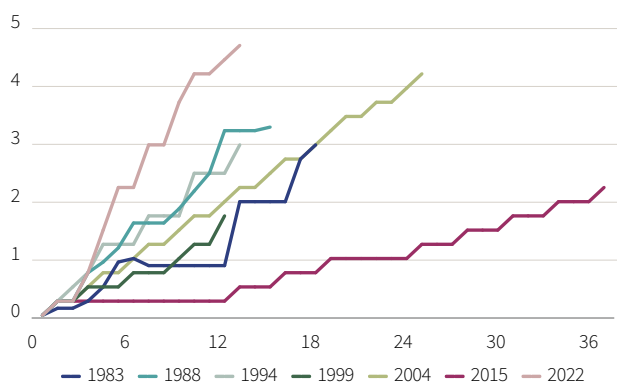
Toutefois, la transmission de la politique monétaire se fait avec des décalages longs et variables, et évolue dans le temps en fonction des changements cycliques et structurels de l'économie. De nombreuses études montrent qu'il faut parfois jusqu'à six trimestres, voire plus, pour qu'un resserrement de la politique monétaire ait son plein effet sur l'inflation.

Certaines recherches suggèrent que les délais ont pu se raccourcir au cours des dernières années, en partie grâce aux orientations politiques et à la crédibilité des banques centrales qui permettent aux marchés financiers de réagir à un changement de politique avant qu'il ne soit mise en œuvre. En conséquence, les conditions financières sur le marché commenceraient à changer par anticipation.

À l'inverse, deux facteurs sont susceptibles d'avoir plutôt allongé le temps nécessaire pour que la politique monétaire affecte l'économie. Premièrement, la part importante

États-Unis – Évolution taux directeur

En pp par mois après la première hausse



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

France – Salaires

En %, en a/a



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

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

(3) Source : Eurostat, mars 2023.

du crédit à taux fixe dans l'économie contribue à entraver la politique monétaire par son effet sur les flux de trésorerie des emprunteurs.

Par exemple, dans le secteur immobilier, les paiements des emprunteurs à taux variable ont augmenté parallèlement aux relèvements des taux directeurs, alors que les emprunteurs à taux fixe sont confrontés à une hausse différée de leurs paiements, en fonction de la durée de leur prêt à taux fixe. Par conséquent, la part élevée des prêts à taux fixe ajoute un délai supplémentaire à la répercussion sur les taux hypothécaires en vigueur.

Cependant, lorsque ces prêts à taux fixe seront réinitialisés à un taux d'intérêt plus élevé, les emprunteurs devront faire face à une augmentation considérable de leurs paiements. Cette réduction des flux de trésorerie disponibles des emprunteurs pèsera sur leur budget et nécessitera un ajustement de leur comportement en matière de dépenses. Plus généralement, la hausse des taux d'intérêt rend l'épargne plus attrayante, l'investissement plus coûteux pour les entreprises et pèse sur la volonté des ménages de dépenser, ce qui, *in fine*, ralentira la croissance de la demande globale et freinera l'inflation, mais avec un certain décalage.

Deuxièmement, les marchés du travail sont tendus dans la plupart des pays, à l'image de la forte augmentation des postes vacants et des ratios postes vacants/chômage. La baisse des taux d'activité a réduit le nombre de travailleurs disponibles, rendant ainsi les postes vacants plus difficiles à pourvoir. Les obstacles au retour à l'emploi, l'évolution des préférences des travailleurs au détriment de certains types d'emplois et l'inadéquation des emplois

aux secteurs et aux professions ont également contribué à ce phénomène. Dans ce contexte, les entreprises sont très réticentes à licencier des travailleurs car, deux ans après le début de la pandémie de COVID-19, le processus d'embauche reste difficile et coûteux. Par conséquent, le marché du travail est moins flexible, les entreprises étant plus lentes à répondre à une demande plus faible, et son ralentissement pourrait nécessiter un niveau plus élevé que prévu des taux directeurs.

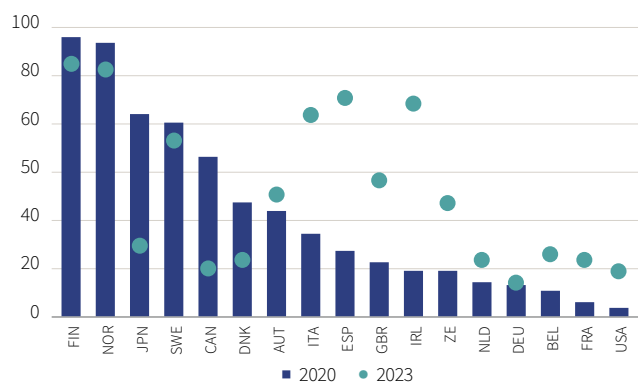
Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail, combinée à une période prolongée d'inflation élevée, ont exercé une pression à la hausse sur la croissance des salaires nominaux. Bien que le rythme des augmentations salariales ait commencé à se stabiliser, la croissance des salaires dans la plupart des pays reste élevée. S'ils se maintiennent à ces niveaux pendant un certain temps, cela ne sera pas compatible avec un retour de l'inflation vers l'objectif des banques centrales compte tenu de la faible croissance de la productivité, à moins que les marges bénéficiaires des entreprises ne se contractent.

En somme, si les délais se sont peut-être allongés, il y a peu de raisons de penser que la politique monétaire est devenue inopérante. En tant que tel, l'impact négatif du resserrement synchronisé devrait se faire sentir dans les mois à venir, ce qui ne semble avoir été intégré que par les marchés des obligations souveraines.

Achévé de rédiger le 3 avril 2023

Monde – Crédit immobilier

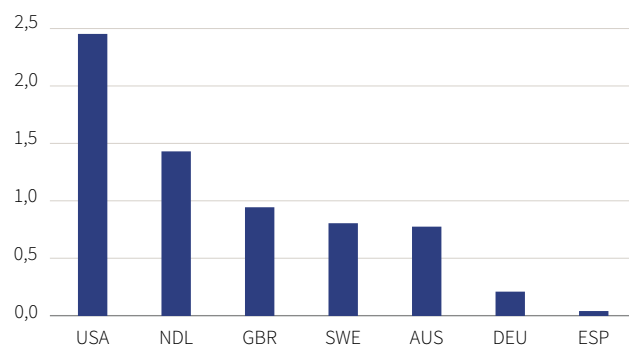
En %, part des taux variables des nouvelles émissions



Sources : OCDE, Rothschild & Co Asset Management Europe, avril 2023.

Monde – Emplois vacants

En pp de la pop active p/r à 2019



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

(4) Source : Banque Mondiale, mars 2023.

Performances des indices et niveaux des taux d'intérêt

	Cours au 31/03/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
Marchés actions			
CAC 40	7 322	0,7%	13,1%
Euro Stoxx 50	4 315	1,8%	13,7%
S&P 500	4 109	9,8%	7,6%
Nikkei 225	28 041	2,2%	7,5%
Devises			
EUR/USD	1,08	2,5%	1,3%
EUR/JPY	144,09	0,1%	2,6%

Taux d'intérêt	Niveau au 31/03/2023	Variation en pdb ⁽¹⁾ sur 1 mois	Variation en 2023 pdb ⁽¹⁾
3 mois			
Zone euro	2,81%	10	105
États-Unis	4,69%	-8	35
10 ans			
Zone euro	2,29%	-36	-28
États-Unis	3,46%	-46	-41

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 31/03/2023. 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 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

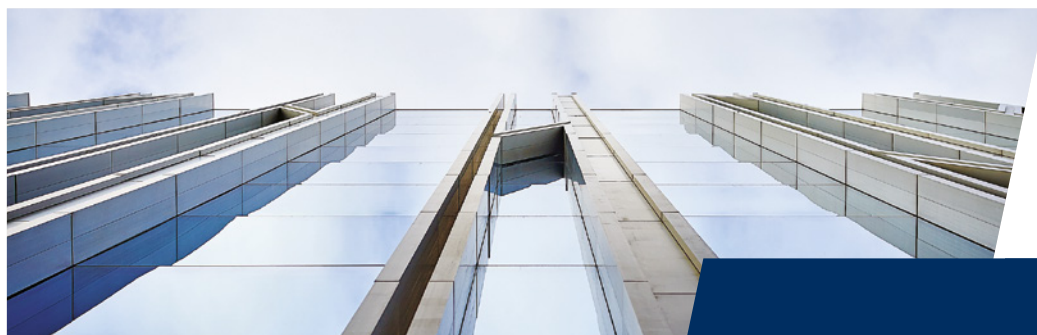
Bruxelles

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