



Mai 2023

# Monthly Macro Insights



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

Le PIB mondial a surpris par sa vigueur en début d'année, une dynamique toutefois soutenue en grande partie par la Chine. Par ailleurs, les banques centrales ont poursuivi leur campagne de resserrement dans un contexte de croissance salariale obstinément ferme et d'inflation sous-jacente persistante. S'entêteront-elles jusqu'à atteindre un point de rupture ?

### Une dynamique de croissance inégalement répartie...

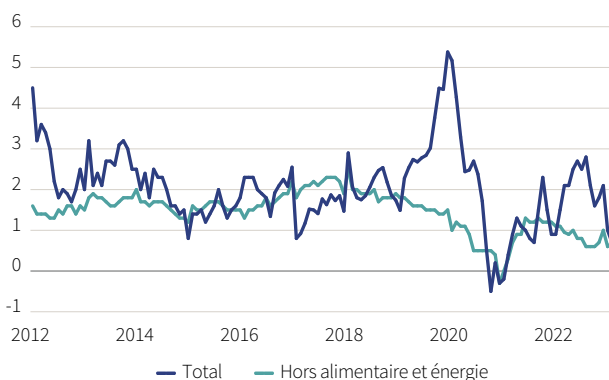
Les autorités chinoises ayant abandonné leur politique "zéro Covid" en fin d'année dernière, le PIB a nettement accéléré au premier trimestre 2023, à +2,2 % en glissement trimestriel, après une progression de +0,6 % au quatrième trimestre 2022, soutenu principalement par le fort rebond de la consommation des ménages<sup>(1)</sup>. Les dépenses dans les services – en particulier dans les loisirs et voyages – devraient rester dynamiques. En revanche, les incertitudes demeurent élevées pour d'autres

catégories, les indicateurs récents ayant fourni des signaux contradictoires quant à la reprise. La confiance des entreprises a chuté en avril, en particulier dans le secteur manufacturier (49,2), l'indice tombant en territoire de contraction pour la première fois cette année<sup>(1)</sup>. Signe de l'atonie de la demande intérieure, l'inflation a été faible en mars, tandis que le taux de chômage est resté élevé, à 5,3 %<sup>(1)</sup>. Par conséquent, les investisseurs sont divisés quant à la nécessité pour les autorités de mettre en place davantage de mesures de relance afin de stimuler la croissance.

À l'inverse de la Chine, la croissance économique aux États-Unis s'est révélée décevante, le PIB n'ayant progressé que de 0,3 %

#### Chine – Taux d'inflation

En %



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

#### États-Unis – Intentions d'investissement

Manufacturier, enquêtes Fed régionales



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

(1) Source : National Bureau of Statistics of China, mai 2023.

en glissement trimestriel (ou 1,1 % en glissement annualisé)<sup>(2)</sup>, soit un rythme deux fois plus faible comparativement au trimestre précédent et en-dessous des attentes des investisseurs. Toutefois, les détails sont difficiles à lire. D'un point de vue positif, on remarque que la déception provient en grande partie d'un ralentissement brutal des investissements en stocks, un phénomène qui ne devrait être amené à se répéter au cours des prochains trimestres. En outre, les ventes finales privées ont rebondi grâce à la bonne tenue de la consommation des ménages. Toutefois, l'investissement des entreprises est resté faible et la quasi-totalité du rebond de la consommation peut être presque exclusivement attribuée à la dynamique du seul mois de janvier.

En Zone euro, l'estimation préliminaire du PIB a montré une légère progression de la croissance économique au premier trimestre 2023 à +0,1% en glissement trimestrielle, après une contraction de -0,1 % au quatrième trimestre 2022<sup>(3)</sup>. Malgré le peu de détails, cette légère hausse semble avoir été davantage alimentée par les exportations nettes que par la demande intérieure, la baisse de l'inflation totale n'ayant pas encore été assez forte pour relancer les dépenses de consommation en début d'année.

Malgré les récentes tensions bancaires, les investisseurs restent optimistes quant aux perspectives, à l'image de la nouvelle hausse de l'indice S&P Global de confiance des entreprises en avril qui atteint un sommet en près d'un an. Cette donnée suggère que l'activité économique de la Zone euro a pris de l'élan au début du deuxième trimestre. Cela étant, la reprise a été très inégalement répartie. D'une part, la confiance des entreprises s'est améliorée dans le secteur des services, le sous-indice de l'emploi ayant touché son plus haut niveau depuis juillet 2007. D'ailleurs, le taux de chômage de la Zone euro a atteint 6,5% en mars<sup>(3)</sup>,

un nouveau record depuis l'avènement de l'euro. De plus, malgré une certaine détente, les sous-indices des prix restent élevés par rapport aux normes historiques, en particulier dans le secteur des services. De quoi alimenter les inquiétudes concernant l'évolution de l'inflation. En revanche, la confiance dans le secteur manufacturier s'est enfoncée en territoire de contraction et atteint son niveau le plus bas depuis le choc pandémique du début 2020.

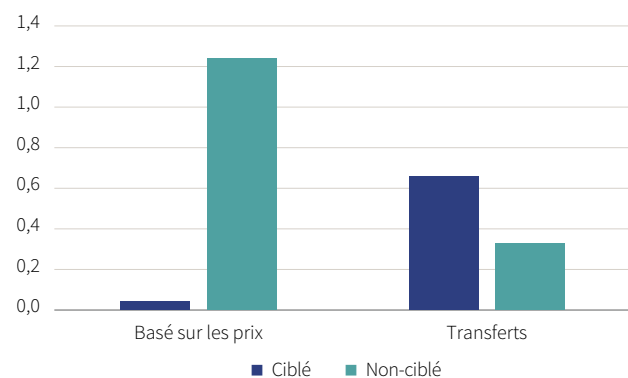
### ... alors que les pressions inflationnistes restent élevées

L'inflation mondiale est en baisse depuis le milieu de l'année 2022, en raison de la chute des prix des produits de base, en particulier de l'énergie. En outre, pour freiner la demande et réduire l'inflation sous-jacente, la grande majorité des banques centrales dans le monde ont relevé leurs taux d'intérêt depuis 2021 et ce, à un rythme plus rapide et de manière plus synchronisée que lors du précédent épisode de resserrement monétaire mondial, survenu juste avant la crise financière mondiale de 2008. Pour autant, la robustesse de l'inflation sous-jacente reste plus durable que prévu.

En effet, même si les délais de transmission de la politique monétaire sont à la fois longs et variables, plusieurs facteurs ont contribué à la persistance des pressions sur les prix. L'effet stimulant de la réouverture de la Chine, combiné à un hiver plus doux, soutenant ainsi le secteur de la construction et permettant d'atténuer la crise énergétique en Europe, ont contrarié les efforts des banques centrales pour ralentir l'économie. De plus, plusieurs gouvernements, notamment en Europe, ont agi rapidement pour soutenir les ménages et les entreprises face aux effets négatifs de la guerre en Ukraine. Ce soutien budgétaire a stimulé l'activité et ainsi compromis les effets du resserrement monétaire.

### Europe – Soutien fiscal aux ménages

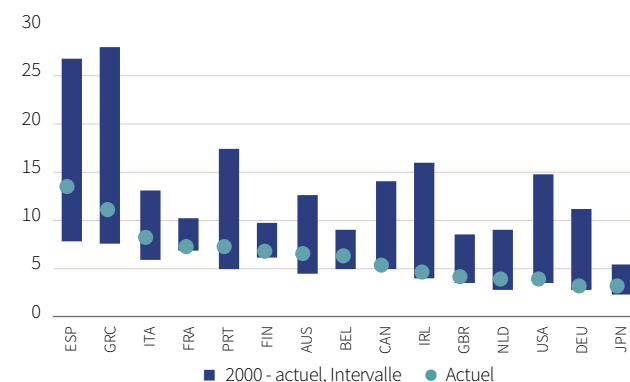
En % du PIB, 2022-23



Sources : FMI, Rothschild & Co Asset Management Europe, mai 2023.

### Monde – Taux de chômage

En %



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

(2) Source : U.S. Bureau of Economic Analysis, mai 2023.

(3) Source : Eurostats, mai 2023.

De plus, la dernière enquête de confiance des entreprises montre que celles issues du secteur des services ont fait état d'une amélioration, bénéficiant d'un transfert des dépenses des ménages vers les services au détriment des biens. Dans ce contexte, la résurgence de la demande de services ravive les pressions inflationnistes.

Parallèlement, les marchés de l'emploi restent tendus dans la plupart des pays, en lien avec la robustesse de la demande de travail, mais aussi en raison d'une lente reprise de l'offre après la pandémie avec, en particulier, un plus faible taux de participation des travailleurs plus âgés. Par conséquent, les pressions salariales restent non seulement élevées dans la plupart des économies avancées, mais certaines mesures montrent des signes de réaccélération.

En conséquence, les banques centrales se voient contraintes de maintenir un ton ferme quant à la nécessité d'une politique monétaire restrictive, signalant ainsi que les taux d'intérêt resteront plus élevés et pendant plus longtemps qu'initialement prévu afin de faire face à des pressions persistantes sur les prix.

En somme, même si les effets du resserrement monétaire se font attendre, la question de la résilience du cycle économique reste entière, d'autant plus que de nouveaux vents contraires

en provenance du secteur bancaire se sont révélés. Ainsi, les banques centrales pourraient être amenées à provoquer un ralentissement significatif du marché du travail afin de contenir les pressions sur les prix. Un ajustement susceptible de se produire dans un environnement où l'activité économique décelère de manière beaucoup plus soutenue que ce que l'on observe jusqu'à présent. Or, comme nous l'avons souligné le mois dernier, il y a peu de raisons de penser que la politique monétaire est devenue inopérante et, bien que les délais se soient vraisemblablement allongés, certains investisseurs pourraient être pris de court lorsque l'impact du resserrement commencera à se faire pleinement sentir. D'ailleurs, les dernières enquêtes portant sur la distribution du crédit ont montré que la demande a fortement faibli dans un contexte de resserrement des conditions d'accès au crédit, ce qui est susceptible de se diffuser à l'activité économique, peser sur l'embauche et, ultimement, l'inflation.

Achévé de rédiger le 4 mai 2023

### États-Unis – Inflation service hors logement

En %



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, mai 2023.

### États-Unis – Indice des salaires

En %, a/a, mm 3m, Atlanta Fed



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

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

	Cours au 30/04/2023	Variation sur 1 mois	Variation en 2023
<b>Marchés actions</b>			
CAC 40	7 492	0,7%	13,1%
Euro Stoxx 50	4 359	1,8%	13,7%
S&P 500	4 170	9,8%	7,6%
Nikkei 225	28 856	2,2%	7,5%
<b>Devises</b>			
EUR/USD	1,08	2,5%	1,3%
EUR/JPY	144,09	0,1%	2,6%

Taux d'intérêt	Niveau au 30/04/2023	Variation en pdb <sup>(1)</sup> sur 1 mois	Variation en 2023 pdb <sup>(1)</sup>
<b>3 mois</b>			
Zone euro	3,03%	23	127
États-Unis	5,03%	34	69
<b>10 ans</b>			
Zone euro	2,31%	2	-26
États-Unis	3,42%	-4	-45

(1) Points de base.

Source : Bloomberg, données au 30/04/2023. 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 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](https://am.eu.rothschildandco.com)

 **Rothschild & Co**  
Asset Management