

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Septembre 2021



Document rédigé le 24 septembre 2021

Dans un contexte où les banques centrales restent très accommodantes et où la vaccination permet de limiter la gravité du variant Delta, nous sommes convaincus que la reprise économique va rester forte et au-dessus du potentiel de croissance au cours des prochains trimestres. Le rebond de l'activité pose toutefois la question des tensions inflationnistes dans l'appareil productif. Si la poussée actuelle d'inflation s'avère plus durable et surtout liée à une accélération des salaires, les banques centrales devront davantage normaliser leur politique monétaire, au risque de freiner la croissance. À défaut de clarté sur cette question, il faudra rester très attentif aux prochaines données d'inflation et du marché du travail.

Le contexte est toujours favorable aux actifs risqués : forte croissance, liquidités abondantes, banques centrales patientes. Les marchés actions, notamment européens, offrent des primes de risque toujours attrayantes face aux taux bas. Sur les marchés obligataires, le contexte reste favorable au portage, en particulier sur le High Yield et les dettes subordonnées financières, où les spreads sont de nouveau serrés mais présentent un faible risque d'écartement. Cette allocation s'accompagne toutefois d'une plus grande vigilance compte tenu des niveaux de valorisation et de la probabilité croissante d'un scénario d'inflation mal contenue.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

SITUATION SANITAIRE

Après un hiver compliqué et une embellie au printemps, la propagation du variant Delta a entraîné un rebond des contagions dans plusieurs pays, notamment dans ceux où la population est massivement vaccinée (graphique 1). Les vaccins restent toutefois efficaces pour diminuer le risque d'être infecté et prévenir les formes graves de la maladie. En France, mi-août, les hospitalisations pour Covid-19 étaient six fois plus nombreuses chez les personnes non-vaccinées que chez les personnes vaccinées, à taille de population comparable, et ce malgré un « effet âge » très défavorable. La progression de la vaccination dans les économies occidentales devrait conférer des niveaux de protection suffisamment élevés contre les hospitalisations et les décès pour éviter la réintroduction de mesures de confinement, à condition que les vaccins restent efficaces.

QUELLE TRAJECTOIRE APRÈS LE PIC DE CROISSANCE ?

La croissance du PIB au T2 a atteint des niveaux parmi les plus élevés des cinquante dernières années. Ceci permet un rattrapage du niveau d'activité pré-Covid déjà effectif aux Etats-Unis, et en cours d'ici la fin d'année dans les autres économies développées (graphique 2). Les politiques monétaires et budgétaires ont en effet été massivement utilisées dans cette crise, permettant de préserver les bilans des agents économiques et de créer les conditions d'une reprise dynamique.

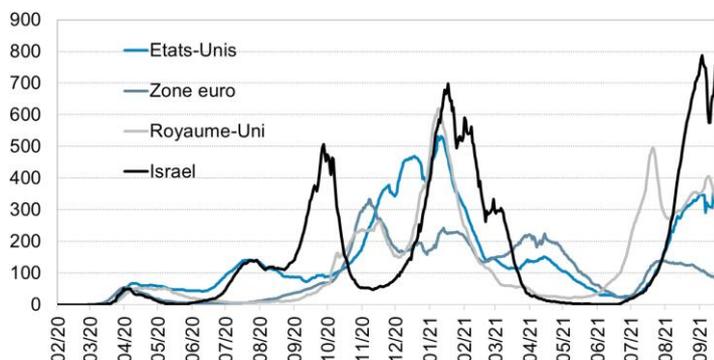
Toutefois, le niveau très élevé des enquêtes est difficilement tenable dans la durée. Ainsi, après avoir fortement surpris à la hausse, les publications économiques sont maintenant en-dessous des attentes.

L'impulsion fiscale s'annonce également très négative en 2022, notamment aux États-Unis. Pour autant, une bonne partie de ces mesures est liée à l'amélioration des stabilisateurs automatiques : la réduction du soutien n'a donc pas d'impact sur la croissance. Aux États-Unis, les démocrates avancent pour voter le budget demandé par la Maison Blanche, ce qui rendrait pérenne une partie non négligeable de l'augmentation de la dépense publique (graphique 3). De même, les décaissements du plan d'aide européen ont commencé et vont continuer de produire leurs effets. Les élections allemandes pourraient quant à elles déboucher sur un gouvernement davantage porté sur la dépense publique.

En Chine, la reprise économique a été rapide, mais le pic de croissance est dépassé et les statistiques décrivent un ralentissement au troisième trimestre, surtout dans les services. La normalisation de ces facteurs laisse espérer un rebond sur les prochains mois. La politique économique pourrait également devenir plus favorable à la croissance.

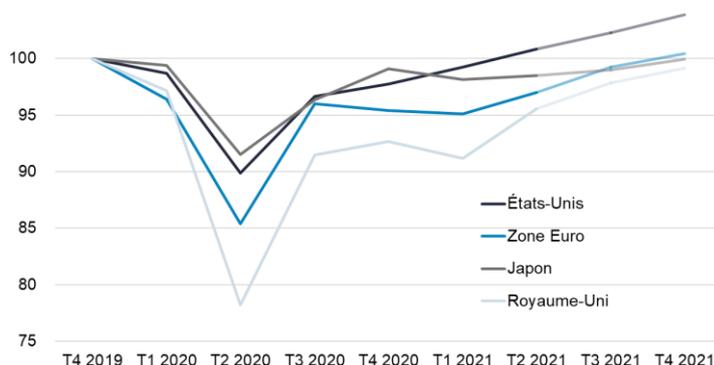
Graphique 1
COVID-19 : taux d'incidence pour 100.000 habitants sur 7 jours

Source : Johns Hopkins, Public Health of England, Santé publique France, Ministry of Health of Israel



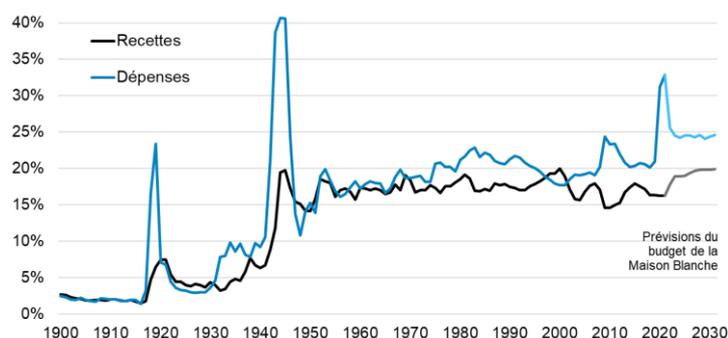
Graphique 2
PIB en volume, base 100 au T4 2019, consensus Bloomberg T2 et T3 2021

Source : Bloomberg



Graphique 3
Etats-Unis : dépenses et recettes en pourcentage du PIB

Source : CBO, Maison Blanche



TENSIONS INFLATIONNISTES ?

Du fait de l'ampleur des mesures de soutien et de la reprise rapide, l'« output gap » (écart entre le niveau d'activité effectif et le niveau potentiel) est comblé beaucoup plus rapidement que dans les récessions récentes, laissant apparaître des tensions inflationnistes plus précoces.

Aux Etats-Unis, si certaines catégories de biens expliquent l'essentiel de la hausse de l'inflation (immobilier, voitures d'occasion, énergie), quasiment tous les segments de la consommation affichent des progressions de prix supérieures à leur moyenne historique (graphique 4). Ce constat macro-économique est confirmé au niveau microéconomique : les enquêtes sur les intentions des entreprises font état, elles aussi, d'une volonté d'augmenter les prix.

Dans la zone euro, l'accélération de l'inflation est moindre et doit beaucoup aux effets de base de l'année 2020. Les chiffres des derniers mois sont tout de même un peu plus forts que par le passé.

TENSIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL ?

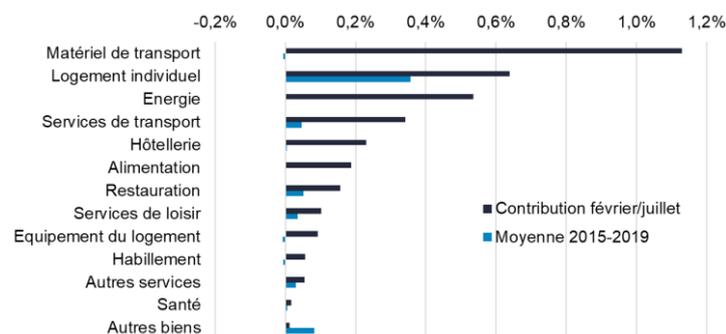
Aux Etats-Unis, la reprise a permis une diminution rapide du taux de chômage, revenu à 5,2%, contre un point bas à 3,5% avant 2020. Les données de l'emploi comportent toutefois des signes contradictoires. Si l'on compte seulement 3 millions de chômeurs de plus qu'avant-crise, il est intéressant de noter qu'en l'absence de crise sanitaire, en suivant la tendance à l'œuvre de 2010 à 2019, l'économie américaine compterait environ 8 millions d'emplois de plus qu'actuellement (graphique 5). Faut-il en déduire que 5 millions de demandeurs d'emplois existent, tout en étant exclus des statistiques ? En réalité, le nombre de personnes non comptabilisées dans la population active, mais souhaitant un emploi, est supérieur d'à peine 1 million par rapport à fin 2019 (graphique 6).

Non seulement l'économie américaine compte peu de demandeurs d'emplois, mais l'offre de postes s'avère particulièrement dynamique (graphique 7). L'économie américaine dénombre ainsi 4 millions d'emplois à pourvoir de plus qu'en 2018-2019. L'appréciation du marché du travail par les ménages a également retrouvé le point haut de 2000 et les entreprises font état de difficultés de recrutement jamais vues en quarante ans. L'enquête JOLTS montre des niveaux historiquement hauts de démissions et un niveau historiquement bas de licenciements. Ces tensions se répercutent sur les salaires : sur les douze derniers mois, le salaire horaire a progressé à son rythme le plus élevé depuis le début des années 1980. L'explication la plus couramment avancée pour cette tension du marché du travail est la présence des dispositifs très généreux de bonification de l'indemnisation chômage. Ceux-ci arrivent désormais à échéance. Certaines personnes ont également pu retarder leur retour sur le marché du travail pour des raisons de gardes d'enfants, et la reprise de l'école devrait résoudre cette question.

En Europe, le taux de chômage se situe quant à lui seulement 0,2 point au-dessus de son précédent point bas si l'on exclut le point aberrant de mars 2020. Dans la plupart des pays, le nombre d'offres ouvertes atteint ou s'approche des plus hauts historiques.

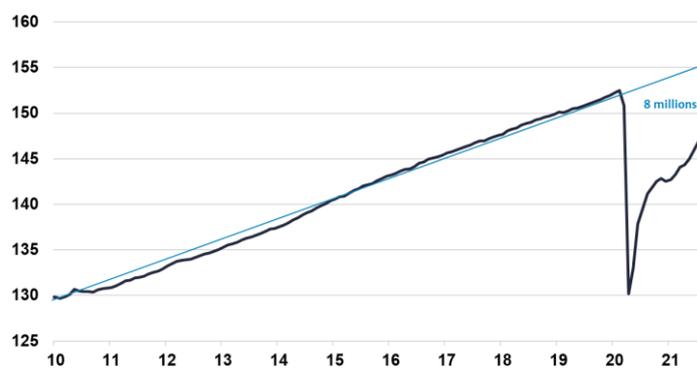
Graphique 4
États-Unis : contributions à la hausse des prix entre février et juillet

Source : Bloomberg



Graphique 5
États-Unis : emploi total (millions de personnes)

Source : Bloomberg



Graphique 6
États-Unis : personnes inactives souhaitant un emploi (millions)

Source : Bloomberg



Graphique 7
États-Unis : enquête JOLTS sur les offres d'emplois publiées (millions)

Source : Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES – MARCHÉS OBLIGATAIRES

VERS UNE RÉDUCTION DU SOUTIEN DE LA FED, POURSUITE DE LA BCE

Après la forte hausse des taux observée entre août 2020 et mars 2021, les taux longs ont rendu une partie de leur progression jusqu'en juillet, avant de se stabiliser (graphique 8). L'annonce d'un « tapering » (réduction des achats d'actifs) de la Fed, largement communiquée à l'avance et déconnectée de la question de la hausse des taux, n'a pas eu d'impact notable sur les marchés obligataires.

Les banques centrales ont maintenu leur soutien monétaire avec une augmentation de près de 500 milliards de dollars de leur bilan sur les deux derniers mois (graphique 9). Les achats de la Fed représentent près de la moitié de ce montant. Leur diminution progressive impliquerait le maintien de montants d'achats significatifs.

En Europe, l'action de la BCE va continuer de limiter le risque de dérapage des *spreads*. Même si certaines voix « hawkish » (favorables à une politique monétaire plus restrictive) s'élèvent contre cela, le programme PEPP va probablement être totalement utilisé. Si l'inflation reste basse, un nouveau programme est possible.

Le timing de la hausse des taux directs selon les marchés reste à peu près identique aux anticipations du dernier trimestre (fin 2022, début 2023), mais le marché a abaissé le point final du prochain cycle de normalisation de la politique monétaire, ce qui pèse sur les taux longs.

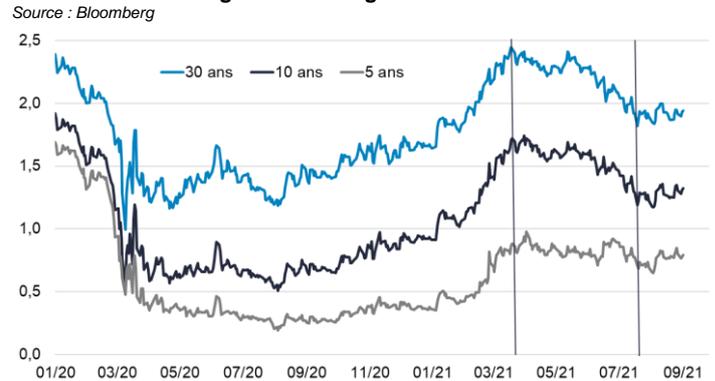
Pour autant, les anticipations d'inflation à long terme des marchés restent dans la zone qui prévaut depuis 2015. En conséquence, le mouvement récent de baisse des taux s'est fait essentiellement sur la partie réelle, avec de nouveaux points bas historiques (graphique 10).

CRÉDIT : DES SPREADS SERRÉS MAIS TOUJOURS ATTRACTIFS DANS UN CONTEXTE DE TAUX BAS

Les *spreads* sont stables sur des niveaux bas, en ligne avec un contexte favorable sur l'activité, sur la liquidité et sur la situation financière des entreprises (graphique 11). À l'horizon de quelques mois, cette situation devrait perdurer mais il faudra surveiller les évolutions évoquées précédemment. Les conditions d'octroi de crédit bancaire continuent de s'assouplir, ce qui constitue un soutien pour le crédit des entreprises.

Dans ce contexte, l'absence d'évolution majeure des taux de marché devrait permettre au High Yield d'offrir une performance proche du portage, toujours attractive dans l'univers obligataire. Les dettes subordonnées financières font également partie des actifs les plus attractifs du marché obligataire du fait que le risque de défaut associé aux prêts bancaires est en partie absorbé par la puissance publique.

Graphique 8
Etats-Unis : taux longs sur les obligations du trésor



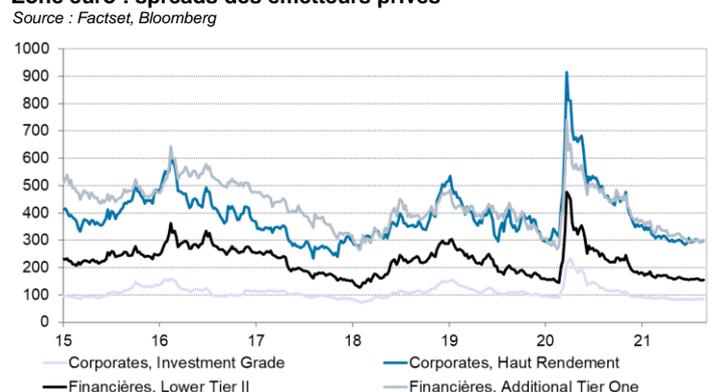
Graphique 9
Bilan agrégé des principales banques centrales (Fed, BCE, BoE, BoJ) en milliards d'euros



Graphique 10
Taux réels : taux sur les obligations à dix ans - swap d'inflation à dix ans



Graphique 11
Zone euro : spreads des émetteurs privés



PERSPECTIVES FINANCIÈRES – MARCHÉS ACTIONS

UNE HAUSSE TIRÉE PAR LES PRÉVISIONS DE RÉSULTATS

Les marchés actions ont connu une forte hausse depuis le début de l'année, qui s'explique par le dynamisme des prévisions de résultats. La hausse des bénéfices, qui s'est avérée encore plus forte que celle des cours de bourse, a permis une contraction des multiples de valorisation de type P/E (graphique 12). Parmi les autres éléments rassurants, notons que relativement aux taux sans risque, le rendement des actions reste historiquement élevé.

Pour autant, certaines mesures indiquent des niveaux de valorisation plus élevés que lors du pic de l'an 2000, comme le « price to sales » correspondant au cours de bourse rapporté au chiffre d'affaires (graphique 13). Par ailleurs, les prévisions de résultats reposent sur des hypothèses de marges élevées aux États-Unis et le rythme de révision en hausse sera difficile à maintenir à long terme. Une remontée des taux pourrait peser sur le niveau global des marchés, mais la *value* pourrait alors surperformer.

LES MARCHÉS ÉMERGENTS PÉNALISÉS PAR LA CHINE

Les actions émergentes ont quant à elles sous-performé depuis le début de l'année. Ceci s'explique essentiellement par la contraction des actions chinoises (graphique 14). Aux signes de ralentissement de l'économie en Chine, s'est ajouté l'effet de plusieurs annonces ciblant certains secteurs, liées à une emphase nouvelle sur la « prospérité commune ». Ces mesures ont été interprétées comme une reprise en main de l'économie par le PCC et comme un facteur de ralentissement économique. Les autorités ont évoqué plusieurs pistes de travail, mais les réformes ne devraient être mises en œuvre que progressivement. De plus, le maintien d'un bon niveau de croissance reste une priorité car il conditionne l'accès à cette prospérité commune.

Glossaire :

BCE : Banque centrale européenne.

Fed : la Réserve fédérale des États-Unis, soit la banque centrale des États-Unis.

PIB : le produit intérieur brut est l'indicateur économique qui permet de quantifier la valeur totale de la « production de richesse » annuelle effectuée par les agents économiques résidant à l'intérieur d'un territoire.

PEPP : programme d'achats d'urgence pandémique, plan d'achats de dettes sur les marchés visant à faire baisser les coûts de financement des États, des entreprises et des ménages.

P/E : le price-earnings ratio (PER, ou P/E) est le ratio entre la valorisation boursière des entreprises et leurs bénéfices comptables.

Price to sales : ratio entre la valeur boursière d'une entreprise et son chiffre d'affaires.

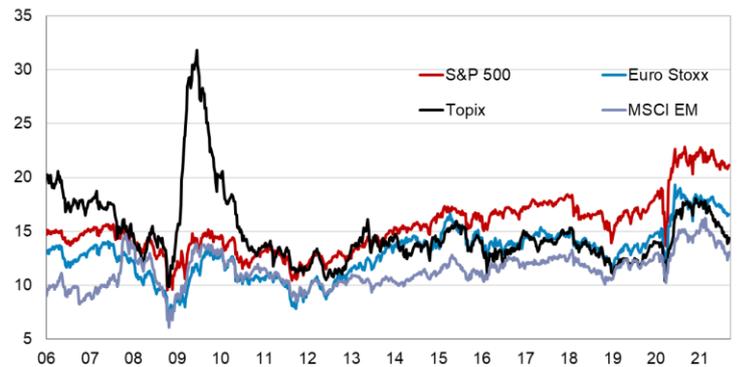
Prime de risque : la prime de risque actions est le retour sur investissement supplémentaire offert par une action ou une obligation par rapport à un investissement sans risque. Ce rendement supplémentaire rémunère l'investisseur pour sa plus grande prise de risque.

JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) : étude mensuelle menée aux États-Unis au sujet des nouvelles offres d'emploi, des embauches et des ruptures de contrat. Ces mesures offrent une vision détaillée du marché du travail américain.

Value : sur les marchés actions, il est courant d'opposer les valeurs dites « de croissance » (growth) à celles dites « value ». Ces dernières sont des valeurs jugées « bon marché » par rapport à leurs fondamentaux, généralement issues de secteurs cycliques (banques, industrie, pétrole, automobile).

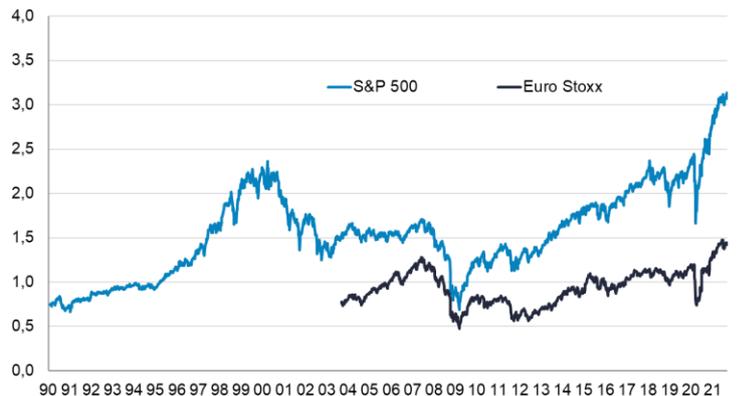
Graphique 12
Valorisation des actions : multiples de résultat (P/E prospectif 12 mois)

Source : Bloomberg



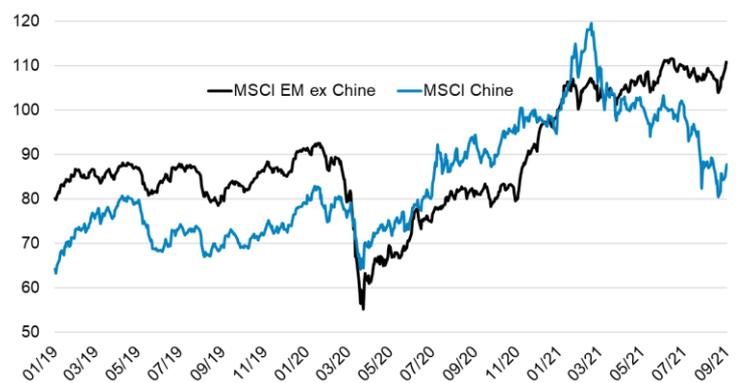
Graphique 13
Price to sales prospectif 12 mois (Etats-Unis et Europe)

Source : Factset



Graphique 14
Actions émergentes, base 100 au 31/12/2019

Source : Bloomberg



CONCLUSIONS

NOUVEAU CYCLE OU PROLONGEMENT DU PRÉCÉDENT ?

Le variant Delta ne semble pas en mesure de causer un retour des mesures de restriction dans les pays qui ont atteint un niveau de vaccination élevé. La reprise économique va se poursuivre et même si l'on a passé le pic de croissance, celle-ci va rester forte et au-dessus du potentiel de croissance sur les prochains trimestres. La demande est dynamique, mais le côté « offre » de l'économie semble peser sur la conjoncture. Le caractère très particulier de la récession de 2020, puis de la relance exceptionnelle qui a suivi, a permis à l'économie de conserver des fondamentaux inhabituellement solides en période de sortie de crise :

- une absence de destruction de richesse du secteur privé, voire une progression de l'épargne des ménages (graphique 15),
- un contexte peu propice à l'adoption de mesures de rigueur,
- un rebond de l'activité qui fait que l'appareil productif ne présente pas de capacités excédentaires très importantes.

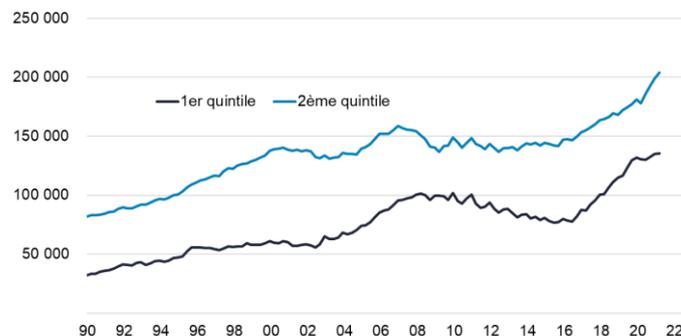
Les deux premiers facteurs sont très positifs pour la poursuite du cycle de croissance, mais le troisième pose la question des tensions inflationnistes dans l'appareil productif (graphique 16). Savoir si l'accélération actuelle de l'inflation et des salaires est un phénomène transitoire, ou bien le résultat des énormes mesures de soutien à la demande, reste une question ouverte. Si la poussée actuelle d'inflation s'avère plus durable et surtout liée à une accélération des salaires, les banques centrales devront davantage normaliser leur politique monétaire que ce qui est actuellement anticipé, et potentiellement freiner la croissance. A défaut de clarté sur cette question, il faudra donc rester très attentif aux prochaines données d'inflation et du marché du travail.

PERSPECTIVES FINANCIÈRES

À court terme, nous maintenons une allocation favorable aux actifs risqués, mais faisons preuve d'une plus grande vigilance compte tenu des niveaux de valorisation et de la probabilité croissante d'un scénario d'inflation mal contenue.

Pour l'instant, la croissance reste forte, les liquidités abondantes et les banques centrales patientes. Les marchés actions offrent des primes de risque attrayantes (graphique 17). Il existe toutefois une probabilité croissante de scénario négatif où le rebond de l'économie serait plus fort que prévu, davantage générateur d'inflation, avec un dérapage des anticipations et une plus grande persistance de celle-ci. La réaction des banques centrales dans un tel scénario demeure incertaine.

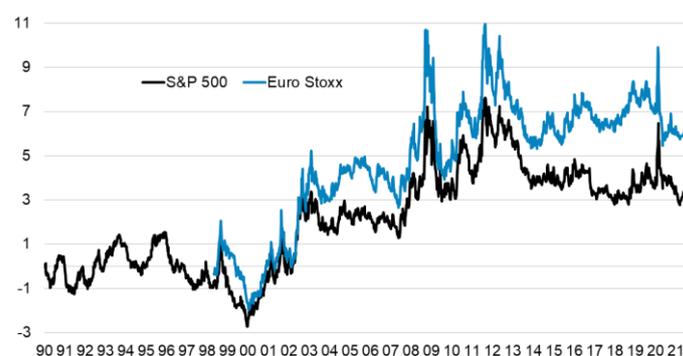
Graphique 15
États-Unis : patrimoine net par quintile de revenus (dollars)
Source : Bloomberg, Fed



Graphique 16
États-Unis : prix à la consommation hors alimentation et énergie, hors variations extrêmes
Source : Fed de Dallas, Bloomberg



Graphique 17
Prime de risque des marchés actions
Source : Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de septembre 2021 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la date de publication.

SUIVEZ
& PARTAGEZ

l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.com



Twitter
@LazardGestion



LinkedIn
Lazard Frères Gestion

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.