

## ÉTATS-UNIS

Le shutdown a causé du retard dans la publication de certaines statistiques économiques mais celles qui ont été publiées ont permis d'apaiser les craintes d'une récession imminente. La pause de la Fed va retarder d'autant le resserrement monétaire et donc potentiellement l'entrée en récession.

p.3

## CHINE

Les autorités chinoises continuent de soutenir l'activité pour éviter un ralentissement trop rapide de la croissance. Les dernières statistiques économiques sont mitigées mais les mesures de soutien commencent à produire leurs effets. Les négociations commerciales avec les Etats-Unis vont dans la bonne direction.

p.4

## ZONE EURO

La croissance de la zone euro est restée médiocre au T4 2018, amenant mécaniquement une révision en baisse des prévisions de croissance pour 2019. La publication des indices PMI de février a envoyé des signaux mitigés sur la conjoncture mais la bonne tenue de l'emploi devrait rester un soutien à la demande domestique.

p.2



# ZONE EURO

## UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

La croissance de la zone euro est restée médiocre au T4 2018, ressortant à +0,8% en rythme annualisé après +0,6% au T3 2018. Cela fait que la croissance a ralenti à +1,8% en 2018 après +2,5% en 2017, un rythme légèrement supérieur à la croissance moyenne de ces vingt dernières années (+1,5%).

L'acquis de croissance pour 2019, c'est-à-dire la croissance si le PIB<sup>1</sup> restait stable chaque trimestre au niveau de celui du T4 2018, est de seulement 0,4 % contre 1,0% l'année dernière. Ce moindre élan par rapport à ce qui était attendu a mécaniquement conduit à une révision en baisse des prévisions de croissance. La Commission européenne prévoit désormais une croissance de +1,3 % dans la zone euro en 2019, contre +1,9 % précédemment, et la BCE<sup>2</sup> a dégradé son évaluation des risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro.

Par pays, l'Allemagne a enregistré une croissance quasi nulle au T4 (+0,1% après -0,8% en rythme annualisé). Le pays échappe ainsi à une récession technique, ce qui n'est pas le cas de l'Italie qui a vu son PIB se contracter pour le deuxième trimestre consécutif (-1,0% en rythme annualisé). En France, la croissance est stable (+1,5% en rythme annualisé) malgré le mouvement des gilets jaunes. La croissance espagnole reste dynamique (+2,8% en rythme annualisé) mais il faudra surveiller un éventuel impact de l'augmentation de l'incertitude politique suite à la convocation par Pedro Sanchez d'élections législatives anticipées, le 28 avril 2019. La réaction atone des marchés obligataires est toutefois rassurante.

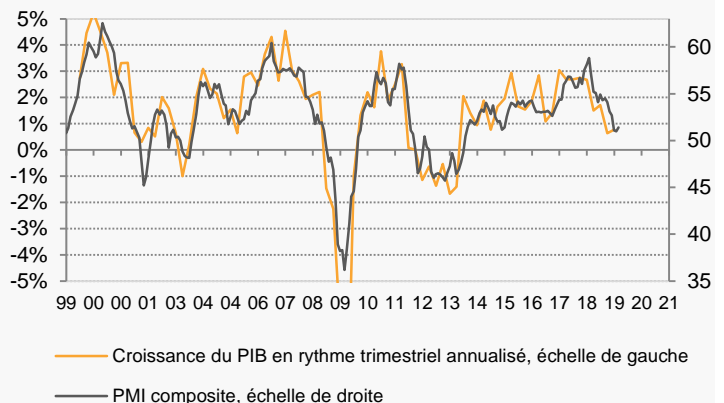
La publication des enquêtes PMI<sup>3</sup> de février a envoyé des signaux mitigés sur la conjoncture dans la zone euro au T1 2019. Le PMI composite de la zone euro est passé de 51,0 à 51,4, suggérant un léger mieux sur la croissance, mais cette amélioration masque des divergences importantes entre les secteurs et les pays.

Alors que le PMI des services a rebondi de 51,2 à 51,3, le PMI manufacturier a baissé à 49,2 (-1,3 point), signalant une contraction pour la première fois depuis mi-2013.

Les PMI composites se sont améliorés en France (de 48,2 à 49,9) et en Allemagne (de 52,1 à 52,7), grâce au secteur des services, mais le PMI manufacturier allemand s'est de nouveau replié (de 49,7 à 47,6) pour atteindre un plus bas depuis décembre 2012. A l'inverse, il s'est amélioré en France (de 47,8 à 49,8).

Le point positif de cette publication est la résilience des perspectives d'embauches y compris dans le secteur manufacturier allemand. La bonne tenue de l'emploi dans la zone euro devrait rester un facteur de soutien important à la demande domestique dans les prochains mois.

Graphique 1  
Zone euro : croissance du PIB et PMI



Source : Bloomberg

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 21 février 2019 et est susceptible de changer.

**+0,8%**  
CROISSANCE DU PIB DE LA  
ZONE EURO  
T4 2018, rythme trimestriel annualisé

**+0,1%**  
CROISSANCE DU  
PIB EN ALLEMAGNE  
T4 2018, en rythme annualisé

**47,6**  
PMI MANUFACTURIER  
ALLEMAND  
estimation préliminaire pour février



# ÉTATS-UNIS

## DES STATISTIQUES ÉCONOMIQUES RASSURANTES

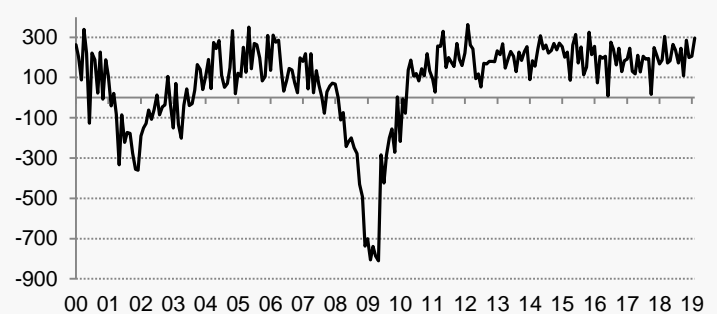
La publication de mauvais chiffres à la fin de 2018 avait fait ressurgir les craintes de récession aux Etats-Unis. Le shutdown a causé du retard dans la publication de certaines statistiques économiques mais celles qui ont été publiées ont permis d'apaiser ces inquiétudes. Après sa forte baisse en décembre (de 61,8 à 51,3), la composante nouvelles commandes de l'ISM<sup>4</sup> manufacturier a rebondi à 58,2 en janvier, l'indice NAHB<sup>5</sup> de confiance des constructeurs de maisons est remonté en janvier et en février, après deux fortes baisses, et les créations d'emplois ont accéléré. Les inscriptions hebdomadaires au chômage sont également perturbées mais elles demeurent sur un niveau bas.

La principale déception porte sur les ventes au détail de décembre. Alors que le consensus attendait une amélioration, les ventes totales ont reculé de 1,2% et les ventes hors restauration, automobiles, essence et matériaux de construction de 1,7%, une catégorie considérée comme un meilleur indicateur de la tendance. Il s'agit respectivement des plus fortes baisses depuis septembre 2009 et les attentats de septembre 2001.

Cette chute historique reflète sans doute davantage les effets conjugués de la baisse des marchés actions en décembre et du shutdown qu'un réel affaiblissement de la demande, les fondamentaux de la consommation restant solides. Les créations d'emplois sont dynamiques (296 000 en janvier après 206 000 en décembre), le salaire horaire accélère progressivement (+3,2% sur un an en janvier) et la confiance des consommateurs se maintient sur un niveau élevé. Si la correction des ventes au détail doit donc être relativisée, elle pèsera néanmoins sur la croissance américaine du T4 qui est attendue autour de 2%.

Lors de sa réunion de fin janvier, la Fed a officiellement adopté le principe d'une pause dans son cycle de remontée des taux, en indiquant explicitement qu'elle ferait preuve de patience pour déterminer les ajustements futurs de sa politique monétaire. Cette pause va retarder d'autant le resserrement monétaire et donc potentiellement l'entrée en récession de l'économie américaine. Le compte rendu de cette réunion, publié mi-février, a montré que la Fed n'excluait pas pour autant une nouvelle remontée des taux d'intérêts. Il a également indiqué que la plupart des membres du comité de politique monétaire sont favorables à un arrêt du processus de réduction du bilan de la Fed, entamé fin 2017.

Graphique 2  
Etats-Unis : créations d'emplois dans le secteur privé, en milliers



Source : Bloomberg.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 21 février 2019 et est susceptible de changer.

COMPOSANTE NOUVELLES  
**58,2** COMMANDES DE L'ISM  
MANUFACTURIER  
janvier 2019

**+296 000** CRÉATIONS  
D'EMPLOIS DU  
SECTEUR PRIVÉ  
janvier 2019

**-1,2%** VENTES AU DÉTAIL  
variation mensuelle en décembre 2018



# CHINE

## DES MESURES DE SOUTIEN QUI COMMENCENT À PRODUIRE LEURS EFFETS

La croissance chinoise a de nouveau ralenti au T4 2018 pour s'établir à +6,4% sur un an, contre +6,5% au T3 2018, portant la croissance annuelle à +6,6%. Ce rythme est plus faible qu'en 2017 (+6,8%) mais en ligne avec l'objectif que s'était fixé le gouvernement en mars dernier. Le détail du PIB montre que le ralentissement de la croissance en 2018 s'explique principalement par le commerce extérieur. Les exportations ont été dynamiques (de +7,9% à +9,9%) mais pas suffisamment pour compenser la vigueur des importations (+15,8% après +15,9%), ce qui fait que l'excédent commercial a diminué de 1 point en 2018 à 2,6% du PIB.

En revanche, l'excédent commercial avec les Etats-Unis a atteint le niveau record de 324 Mds de dollars en 2018, malgré la volonté de Donald Trump de rééquilibrer les échanges entre les deux pays. Les négociations commerciales à Pékin, fin janvier, n'ont pas débouché sur un accord mais elles se poursuivent et les déclarations des deux côtés sont constructives, laissant envisager un report de la date butoir du 1er mars à laquelle les droits de douanes sur 200 milliards de produits chinois doivent augmenter de 10% à 25%.

Les chiffres du commerce extérieur chinois ont surpris favorablement en janvier après une déception en décembre. Les exportations se sont redressées (+9,1% après -4,4% sur un an) et la contraction des importations a ralenti (-1,5% après -7,6% sur un an). Toutefois, une partie de l'activité commerciale a pu être avancée dans l'anticipation du nouvel an chinois en février, rendant possible un contrecoup le mois prochain.

Les autres statistiques économiques sont mitigées. La principale déception porte sur les enquêtes PMI de janvier qui montrent un nouveau ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier.

Du côté des bonnes nouvelles, les enquêtes PMI restent bien orientées dans les services, les ventes au détail s'améliorent depuis deux mois, malgré un nouveau repli des ventes de voitures (-15,8% sur un an en décembre), le rebond de l'investissement en infrastructures se poursuit et on constate un début d'accélération de la croissance du crédit en janvier, un signe que les mesures de soutien des autorités commencent à produire leurs effets.

Le gouvernement a récemment annoncé de nouvelles mesures, notamment des réductions d'impôts pour les PME<sup>6</sup> (environ 0,7% du PIB en cumulé sur 3 ans) et des subventions pour le remplacement des vieux véhicules et l'achat de véhicules à énergies nouvelles.

Graphique 3  
Chine : croissance du crédit sur un an



Source : Bloomberg.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 21 février 2019 et est susceptible de changer.

**+6,4%** CROISSANCE DU PIB  
T4 2018, glissement annuel

**+9,1%** CROISSANCE DES EXPORTATIONS  
Janvier 2019, en glissement annuel

**48,9** MOYENNE DES PMI  
MANUFACTURIERS CAIXIN ET NBS  
janvier 2019

PIB<sup>1</sup> : indicateur économique principal de mesure de la production économique réalisée à l'intérieur d'un pays donné.

BCE<sup>2</sup> : Banque Centrale Européenne, la BCE est l'institution monétaire principale de l'Union Européenne.

PMI<sup>3</sup> : indice d'opinion des directeurs d'achat reflétant la situation économique américaine dans tous les grands secteurs, de l'anglais « Purchasing Managers' Index ».

ISM<sup>4</sup> : association des directeurs d'achats américains publiant mensuellement un rapport sur l'activité du secteur manufacturier, de l'anglais « Institute for Supply Management ».

NAHB<sup>5</sup> : indice économique des conditions et tendances du marché du logement produit par l'association de même nom, l'Association nationale des constructeurs d'habitations, de l'anglais « National Association of Home Builders ».

PME<sup>6</sup> : Petites et moyennes entreprises, les PME sont des sociétés qui comptent entre 10 et 250 salariés et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas les 50 millions d'euros.

## RETROUVEZ NOS DERNIÈRES PUBLICATIONS



## INSCRIVEZ-VOUS À NOTRE NEWSLETTER

Pour suivre nos dernières analyses  
en cliquant ci-dessous



**SUIVEZ  
& PARTAGEZ**  
l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet  
[www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr)



Blog  
[www.lazardfreresgestion-tribune.com](http://www.lazardfreresgestion-tribune.com)



Twitter  
[@LazardGestion](https://twitter.com/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.