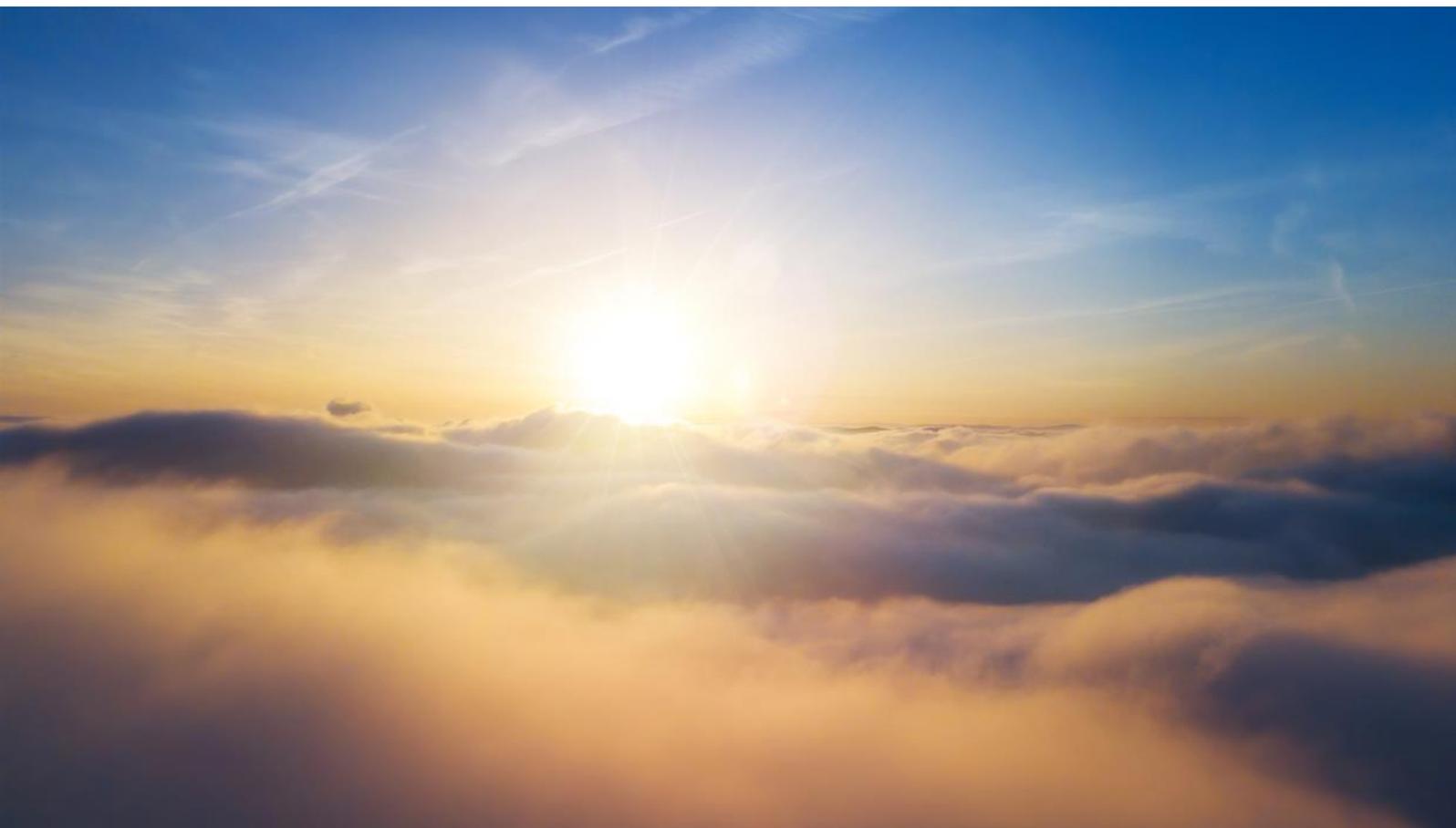


PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Janvier 2020



Document rédigé le 24 janvier 2020

La réduction des incertitudes et l'assouplissement monétaire des banques centrales devraient permettre un rebond de la croissance mondiale dans les prochains mois, même si certains sujets restent à surveiller. Le secteur manufacturier, principale zone de faiblesse de l'économie mondiale, montre des signes de stabilisation et une dynamique de récession a peu de chance de se mettre en place aux États-Unis tant que l'inflation n'appelle pas de hausse de taux.

Ce scénario de reprise progressive de la croissance et la volonté de patience des banques centrales constituent un environnement favorable aux actifs risqués. Après une très bonne année 2019, 2020 devrait être bonne mais moins spectaculaire, compte tenu des niveaux de valorisation atteints. Ce contexte similaire à celui des années 90 pourrait faire naître une certaine euphorie chez les investisseurs.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

UNE RÉDUCTION DES INCERTITUDES

Les incertitudes liées à la guerre commerciale et au Brexit devraient être moins présentes cette année.

Après plusieurs mois de négociations, les États-Unis et la Chine sont finalement parvenus à un accord commercial partiel. Cet accord prévoit, entre autres, un quasi doublement des importations chinoises en provenance des États-Unis, en l'espace de deux ans. L'exécution de cette promesse comme les autres est sujette à caution, et les deux pays pourraient reprendre les hostilités. Cependant, à court terme, le risque d'escalade a diminué.

Au Royaume-Uni, la confortable majorité des Conservateurs rend Boris Johnson moins dépendant des « hard-brexiters » pour mener les négociations sur la relation commerciale à venir avec l'Union Européenne. Par ailleurs, la situation d'équivalence réglementaire actuelle entre le Royaume-Uni et l'UE devrait faciliter les discussions et tous deux veulent conserver une relation la plus étroite possible, autant d'éléments laissant envisager un accord commercial.

La dissipation de ces incertitudes devrait permettre une amélioration de la conjoncture dans le secteur manufacturier, principale zone de faiblesse de l'économie mondiale. Toutefois, de nouvelles sources d'incertitudes sont à surveiller.

Aux États-Unis, les prochains mois devraient permettre de sélectionner le candidat démocrate qui défiera Donald Trump aux élections présidentielles de novembre. Certains candidats démocrates proposent un programme très à gauche, mais tous veulent revenir dans une mesure plus ou moins grande sur les baisses d'impôts. Le procès de Donald Trump a débuté mais il est peu probable que les sénateurs votent sa destitution. Cette procédure devrait donc bientôt s'achever, faisant probablement de l'économie le sujet principal de la campagne.

La situation reste fragile au Moyen-Orient. La transmission du risque géopolitique passe principalement par le biais du pétrole. Toutefois, la structure du marché pétrolier a radicalement changé avec l'émergence des pétroles de schiste qui assurent l'indépendance pétrolière aux États-Unis, diminuant son exposition à un choc pétrolier.

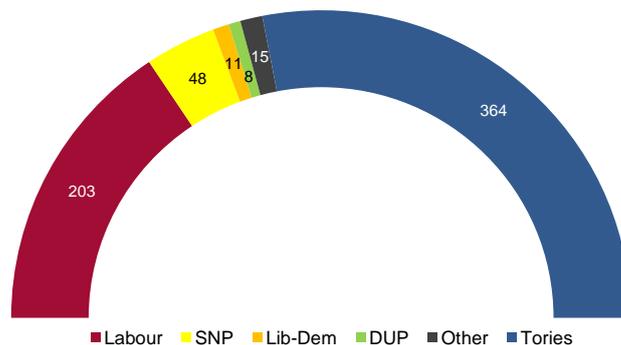
L'épidémie liée au nouveau coronavirus fait craindre un ralentissement de l'activité encore difficile à chiffrer. Cela dépendra de l'ampleur de l'épidémie, de la capacité des autorités à la contenir et des mesures mises en place pour y parvenir. En 2003, l'épidémie de SRAS, un coronavirus similaire, avait eu un impact économique non négligeable. Toutefois, si le schéma historique se répète, celui-ci ne devrait être que temporaire.

Graphique 1
États-Unis : exportations vers la Chine (en Mds de USD par trimestre)

Source : Bloomberg



Graphique 2
Parlement britannique : répartition des sièges



Graphique 3
États-Unis : balance pétrolière mensuelle (en Mds de USD au prix de 2009)

Source : Bloomberg



DES SIGNES DE REDÉMARRAGE DE LA CROISSANCE

Après s'être nettement dégradé depuis le début de la guerre commerciale, le PMI manufacturier global est sur une tendance à l'amélioration depuis cinq mois. La faiblesse de l'ISM manufacturier aux États-Unis en décembre montre toutefois que le mouvement n'est pas encore totalement engagé. On n'observe pas non plus de rebond des ventes de voitures, celles-ci restant pénalisées par la tendance défavorable en Chine.

Dans l'ensemble, la demande finale se maintient à un bon niveau de croissance dans la zone euro et aux États-Unis, grâce à des fondamentaux bien orientés. La vigueur des marchés du travail, à peine entamée par le ralentissement manufacturier, permet une croissance soutenue des revenus disponibles des ménages et donc de la consommation.

Aux États-Unis, le rebond du secteur résidentiel se confirme. La confiance des constructeurs de maison est quasiment au plus haut depuis vingt ans, confirmant les signaux favorables envoyés par les permis de construire et les mises en chantier. Les fondamentaux de l'immobilier américain restent bons, avec notamment un taux de vacance toujours très bas.

Dans la zone euro, les enquêtes de confiance se redressent progressivement mais le PMI composite reste cohérent avec une croissance seulement comprise entre 0,5% et 1,0%. Les ventes au détail ne fléchissent pas et les immatriculations ont retrouvé leur niveau d'avant le changement de normes.

La Chine pourrait se rapprocher d'un point bas cyclique. Après plusieurs annonces de mesures de soutien depuis le début d'année 2018, les données d'activité commencent à s'améliorer et les enquêtes de confiance se redressent. La réduction des incertitudes commerciales devrait aider l'activité dans les prochains mois. L'impact sur l'activité du nouveau coronavirus est à surveiller.

Dans les autres pays émergents, après un an et demi de ralentissement, la croissance se stabilise. Les mesures de soutien à la croissance et la dissipation progressive de certains facteurs qui ont pesé, comme le ralentissement global du secteur manufacturier ou encore le fléchissement de la croissance en Inde, laissent espérer une poursuite de l'amélioration.

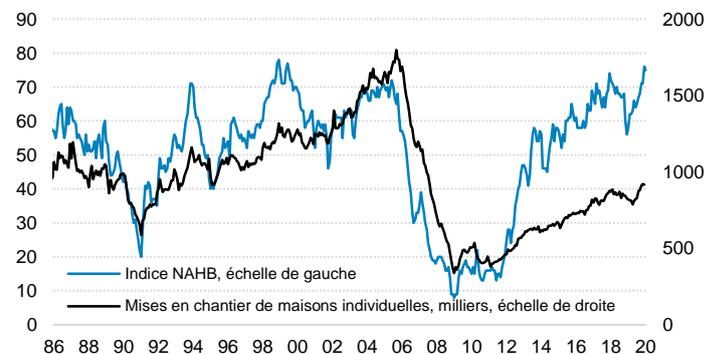
Graphique 4
Indice PMI manufacturier global

Source : JP Morgan



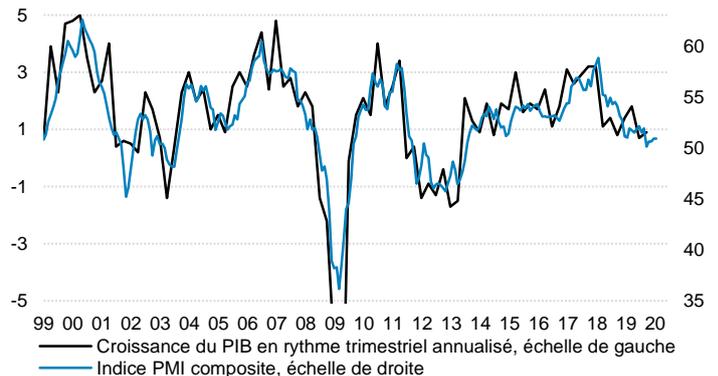
Graphique 5
États-Unis : indice NAHB de confiance des constructeurs de maisons

Source : Bloomberg



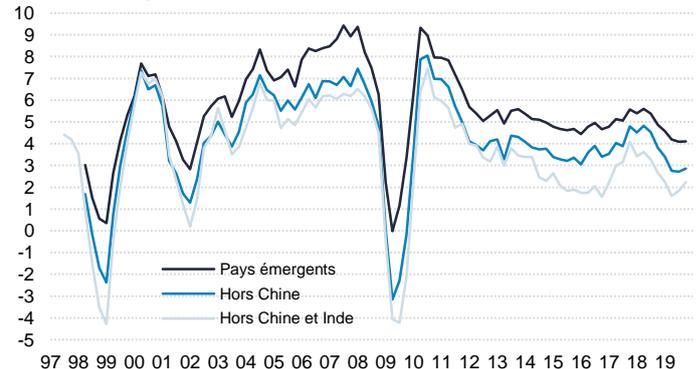
Graphique 6
Zone euro : croissance du PIB et PMI composite

Source : Bloomberg



Graphique 7
Pays émergents : croissance du PIB sur un an

Source : Bloomberg



COMBIEN DE TEMPS LE CYCLE PEUT-IL ENCORE DURER ? RÉPONSE AUX ÉTATS-UNIS

Si le redémarrage progressif de la croissance se confirme, la question de la durée de la phase d'expansion, la plus longue de l'histoire aux États-Unis, se pose. Aujourd'hui, les conditions d'un basculement en récession de l'économie américaine ne semblent pas réunies.

Premièrement, on n'observe pas d'excès d'ordre macroéconomique. En effet, les ménages et les entreprises n'ont pas fait d'excès en matière d'investissement ou d'achats de biens durables. Si le niveau d'endettement des entreprises est élevé, les charges financières restent contenues.

Deuxièmement, la politique économique devrait rester accommodante. La patience affichée par la Fed et la faiblesse de l'inflation rendent un durcissement de la politique monétaire peu probable. Toutefois, en matière de politique budgétaire, dans le cas où les élections déboucheraient sur un résultat favorable aux démocrates (Maison Blanche et Sénat), une remise en cause des mesures fiscales de Donald Trump pourrait générer un choc en 2021.

Troisièmement, bien que le taux de chômage soit au plus bas depuis une cinquantaine d'années, un arrêt de la croissance par manque de main d'œuvre semble peu probable. Cela ne s'est jamais produit et le taux de participation de la catégorie 25-54 ans progresse aux États-Unis. L'exemple japonais montre qu'il peut continuer de progresser.

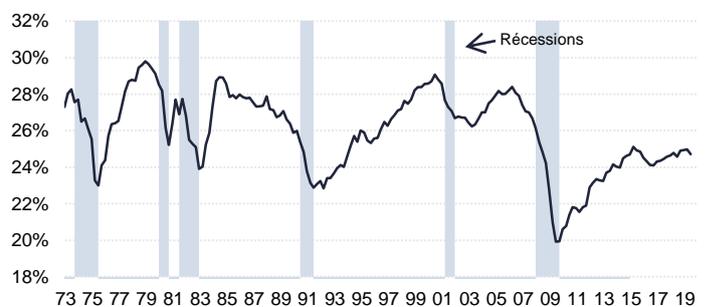
Enfin, un choc de profit et d'investissement n'est pas d'actualité. Si le marché du travail continue de se tendre et que l'accélération des salaires se poursuit, en l'absence d'accélération de la productivité, les marges des entreprises vont se dégrader. Cependant, une baisse des marges ne suffit pas à elle seule à entraîner des coupes d'investissement suffisantes pour faire basculer l'économie.

En conclusion, la politique de la banque centrale américaine, notamment sa réaction à une éventuelle poursuite de l'accélération des salaires, devrait rester le facteur déterminant de la pérennité de ce cycle. Toutefois, tant que l'inflation n'appelle pas de durcissement monétaire, une dynamique amenant une récession a peu de chances de se déclencher.

Par conséquent, l'expansion actuelle devrait durer encore dix-huit à vingt-quatre mois, voire plus.

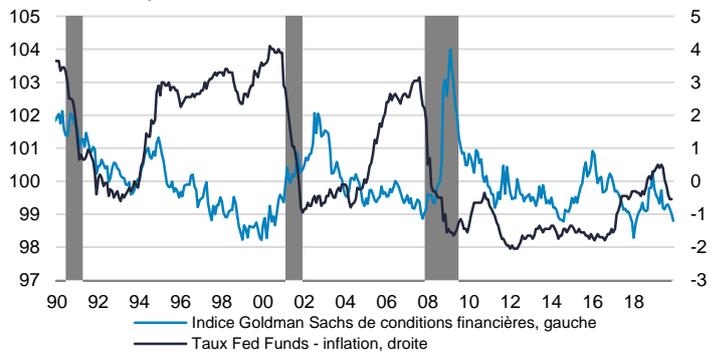
Graphique 8
États-Unis : poids dans le PIB des composantes cycliques (stockage, investissement, conso. de biens durables)

Source : Factset



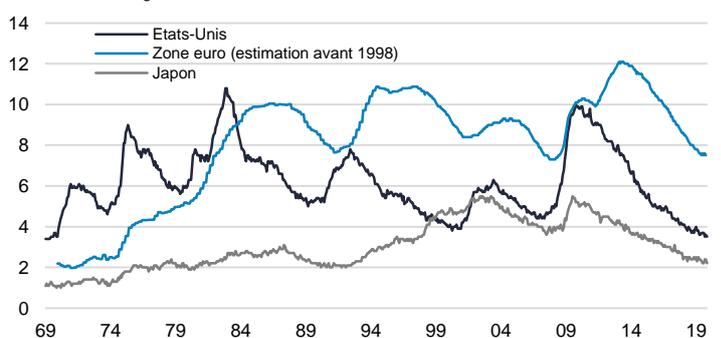
Graphique 9
États-Unis : conditions financières et politique monétaire

Source : Bloomberg



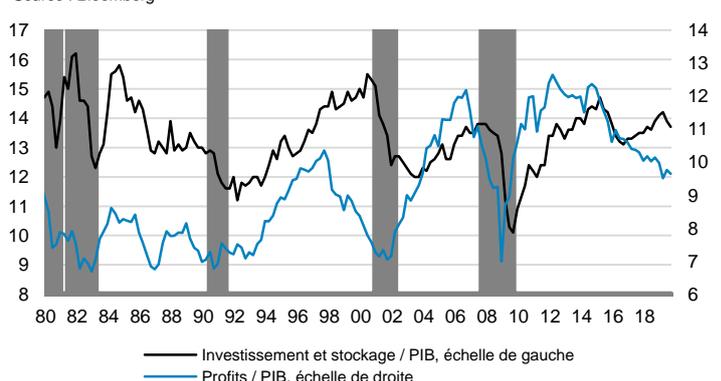
Graphique 10
Pays développés : taux de chômage

Source : Bloomberg



Graphique 11
États-Unis : profits et investissements + stockage des entreprises en pourcentage du PIB

Source : Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

QUEL POTENTIEL SUR LES ACTIFS RISQUÉS APRÈS LA HAUSSE DE 2019 ?

Les marchés actions ont enregistré d'excellentes performances en 2019, davantage grâce à la tension des multiples de valorisation que par la progression des résultats.

Au niveau mondial, la valorisation absolue des actions est élevée mais relativement aux autres actifs, les actions demeurent très attractives. Si leur performance devrait rester bonne en 2020, le potentiel est moins important que l'année dernière, compte tenu des niveaux de valorisation atteints. Contrairement à 2019, l'amélioration devrait donc essentiellement reposer sur la croissance des résultats.

Au niveau des marchés actions de la zone euro, les prévisions de résultats ont été révisées à la baisse régulièrement depuis un an et les attentes de croissance pour 2020 commencent à 10%. Si l'amélioration des perspectives économiques se confirme, on devrait s'approcher de la croissance des bénéfices prévue par le consensus.

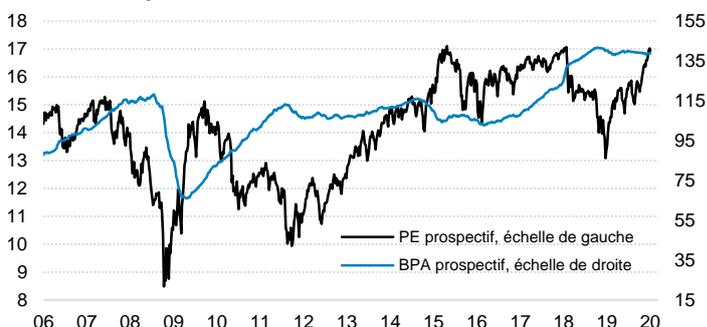
Enfin il faut garder à l'esprit qu'une poursuite du renchérissement des actions est possible, quoique peu souhaitable. Dans les années 90, les baisses de taux préventives de la Fed, en 1995 et 1998, avaient contribué à l'envolée des marchés en donnant l'impression d'une Fed toujours présente pour les soutenir. De plus, historiquement, les marchés actions finissent toujours par atteindre des niveaux de valorisation élevés en fin de cycle.

Au sein des marchés actions, la décote des sociétés « value » par rapport aux sociétés « de croissance » pourrait constituer une opportunité d'achat. De même que la décote des sociétés de petites capitalisations, désormais moins chères que celles des grandes capitalisations. Suite aux inquiétudes sur le Brexit, les actions britanniques se négocient avec une décote importante par rapport aux actions de la zone euro. Plus que la détente commerciale, le regain de croissance attendu pourrait aider les valeurs émergentes.

Sur le marché du crédit, le potentiel de resserrement est moins important que l'année dernière, les spreads ayant retrouvé les points bas de 2018 sur la plupart des segments. Le portage reste toutefois attractif sur les obligations high yield, les dettes subordonnées financières et les obligations émergentes.

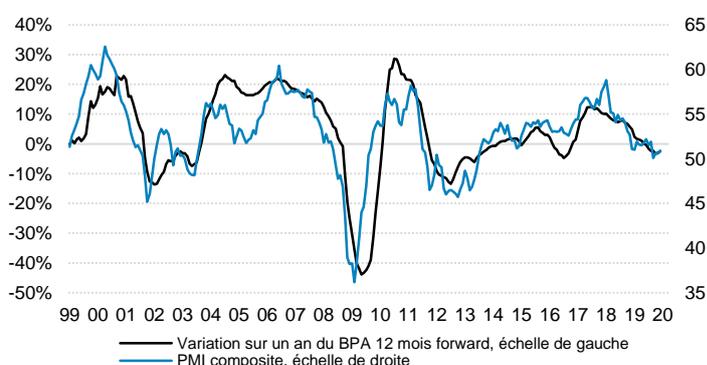
Graphique 12
MSCI World : PE et BPA prospectifs

Source : Bloomberg



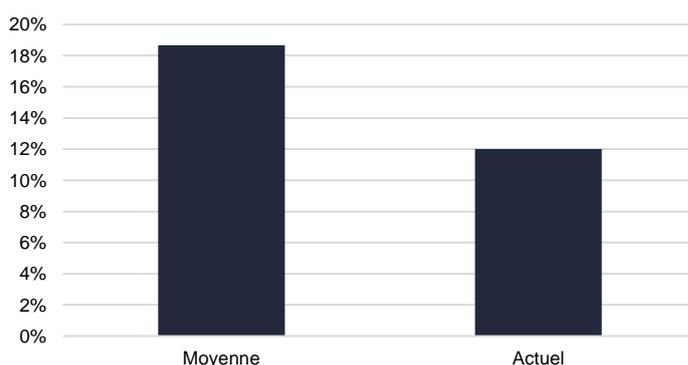
Graphique 13
Zone euro : Bénéfices par action et PMI

Source : Factset; Bloomberg



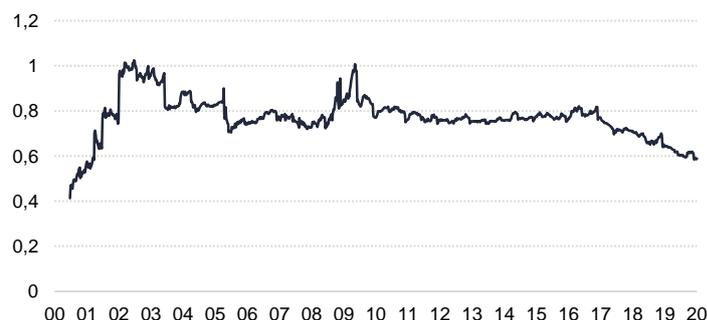
Graphique 14
Prime de valorisation du S&P 500 lors des pics de marché depuis 1945 par rapport à la moyenne des cinq années précédentes

Source : Factset; Bloomberg



Graphique 15
Valorisation relative MSCI World Value / Growth

Source : Bloomberg



L'ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION, UN RISQUE DE FAIBLE PROBABILITÉ À IMPACT ÉLEVÉ

L'accélération de l'inflation aux États-Unis est un risque très sous-estimé par les marchés.

Pour l'instant elle reste faible, la mesure préférée de la Fed évoluant sur un rythme légèrement supérieur à 1,5% depuis six mois. Les chiffres d'inflation sont tirés à la baisse par un certain nombre de chocs spécifiques comme sur les assurances santé mais même des mesures plus fines montrent une inflation modérée et inférieure à ce qu'elle pouvait être en 2005-2007. Les anticipations d'inflation aussi sont basses, envisageant une inflation en dessous de 2,0% pour les huit années à venir.

Il est difficile d'anticiper une brutale accélération de l'inflation mais l'histoire montre que le fonctionnement de l'économie peut-être non-linéaire. Durant les années 60, une longue période de baisse du taux de chômage n'avait pas provoqué d'accélération de l'inflation jusqu'en 1966. Le passage en dessous des 4,0% de chômage provoqua ensuite une accélération rapide, l'inflation passant d'environ 1,0% à près de 5,0% en trois ans.

Quelle serait alors la réaction des banques centrales et des marchés obligataires si l'inflation venait effectivement à accélérer ? La réaction initiale des banques centrales pourrait être de relativiser une telle accélération. Le discours récent va dans ce sens. La question de la réaction du marché obligataire sans action corrective de la Fed est ouverte mais le niveau bas de la prime de terme à dix ans offre peu de protection contre un ajustement brutal des anticipations de taux courts.

Glossaire :

Prime de terme : la prime de terme reflète la rémunération supplémentaire que les investisseurs perçoivent au titre du risque de duration, celui-ci étant lié à la durée de vie moyenne de l'instrument.

Indices PMI : les indices PMI (Purchasing Manager's Indices) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises.

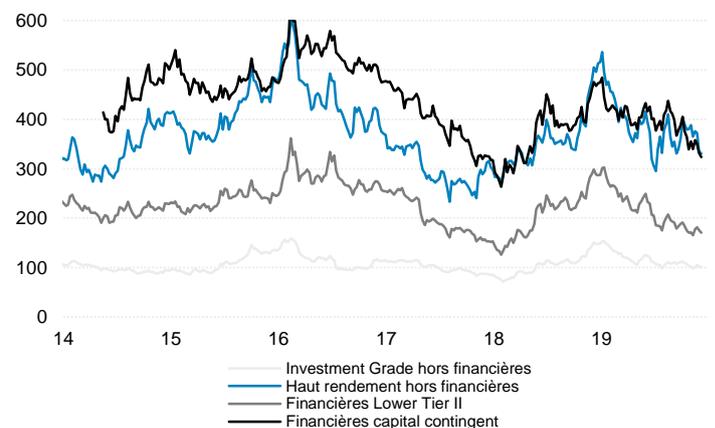
ISM : publié chaque mois par l'Institute for Supply Management, cet indice est séparé en deux grandes familles : L'ISM manufacturier, reflétant la santé du secteur aux USA et l'ISM services, plus spécifique aux activités tertiaires.

Taux de vacance : part des logements vacants dans l'ensemble des logements. Il peut être calculé à partir du recensement de la population.

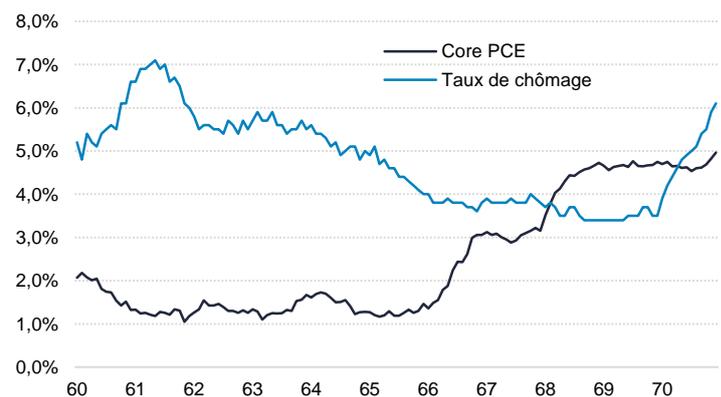
Graphique 16
EPS Prospectif MSCI EM / MSCI World
Source : Bloomberg



Graphique 17
Zone euro : émetteurs privés
Source : Factset, Bloomberg



Graphique 18
États-Unis : inflation et chômage dans les années 60
Source : Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de janvier 2020 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.