

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Septembre 2019



Document rédigé le 13 septembre 2019

L'économie mondiale connaît un net ralentissement du secteur manufacturier qui, pour l'instant, n'a pas contaminé le reste de l'économie. Une intensification de la guerre commerciale pourrait constituer un choc négatif supplémentaire qui augmenterait la probabilité de basculement de l'économie mondiale. Cependant, on n'observe pas pour l'instant les signes précurseurs d'une entrée en récession.

Les anticipations de baisse des taux sont très fortes. En revanche, si les incertitudes internationales se résorbent, un retour sur des niveaux plus normaux pèserait sur les obligations d'État. Les marchés actions offrent aujourd'hui une prime de risque historiquement importante par rapport aux autres classes d'actifs, compensant largement les risques. Le contexte pourrait donc s'avérer porteur pour les marchés actions, mais la flexibilité reste de mise, compte tenu des incertitudes.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

MONDE : PEU DE SIGNES DE RALENTISSEMENT AU-DELÀ DU MANUFACTURIER

Comme en 2015-2016, l'économie mondiale connaît un net ralentissement du secteur manufacturier. Le PMI manufacturier global se dégrade depuis un an et demi et se situe désormais en territoire de contraction, un mauvais signal validé par la diminution de la production industrielle mondiale. Pour l'instant, cette faiblesse du secteur manufacturier n'a pas contaminé le reste de l'économie. Le PMI global des services se maintient sur un bon niveau et les ventes au détail ont rebondi sur les derniers mois.

Alors qu'en 2015-2016 le retournement du secteur manufacturier était très lié au secteur énergétique, consécutivement à la baisse du prix du pétrole, cette fois-ci, le secteur de l'automobile semble jouer un rôle important. La production et les immatriculations mondiales se sont retournées, surtout dans les pays émergents et en particulier en Chine. La faiblesse du secteur manufacturier s'explique également par les incertitudes autour de la guerre commerciale.

Si toutes les menaces annoncées étaient mises à exécution, cela pourrait constituer un choc négatif supplémentaire sur l'économie mondiale qui augmenterait la probabilité de basculement. Mais pour l'instant, on n'observe pas de signes précurseurs d'une entrée en récession.

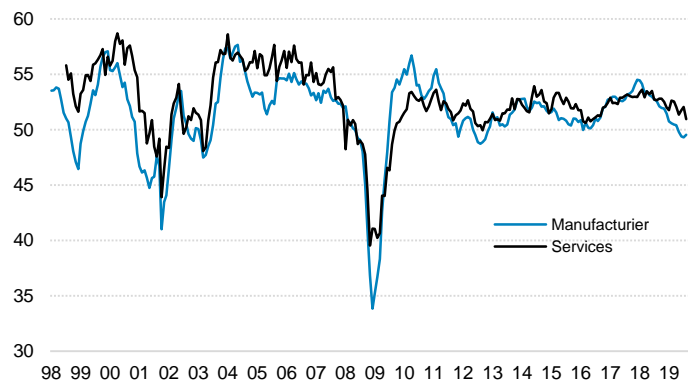
ABSENCE DES SIGNES PRÉCURSEURS CLASSIQUES D'UNE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS

Nous avons identifié quatre indicateurs qui ont tendance à se dégrader 12 à 18 mois en amont des récessions : les inscriptions hebdomadaires au chômage, l'indicateur avancé du Conference Board, les permis de construire de maisons individuelles et les profits des entreprises en volume. Historiquement, les récessions ont toujours été précédées par une nette dégradation d'au moins 3 de ces 4 indicateurs, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.

Malgré le ralentissement des créations d'emplois, les inscriptions hebdomadaires au chômage se maintiennent à un niveau bas, l'indicateur avancé du Conference Board atteint un nouveau sommet, les permis de construire de maisons individuelles se redressent et les profits des entreprises sont à peu près stables depuis 2016.

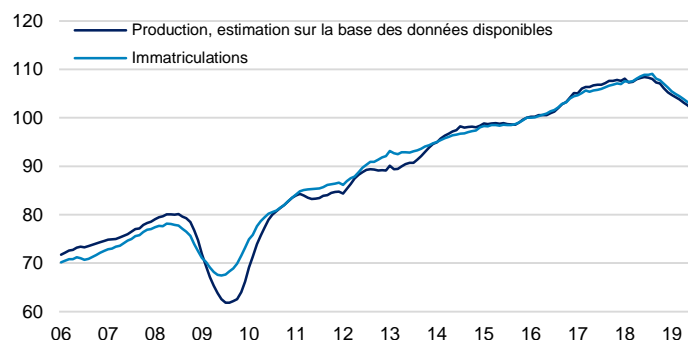
Graphique 1
Monde : indices PMI globaux

Source : JP Morgan



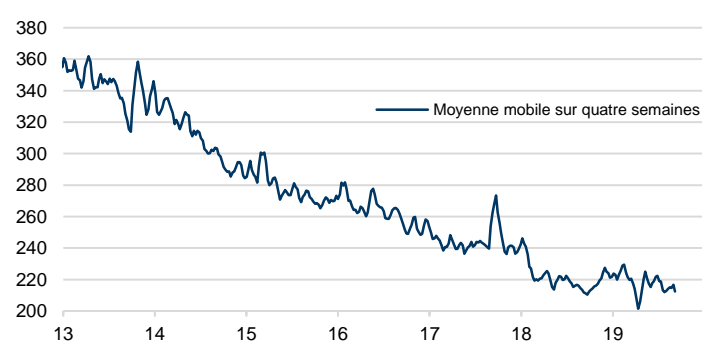
Graphique 2
Monde : immatriculation et production de véhicules légers, cumulé sur 12 mois, base 100 en 2015

Source : Bloomberg



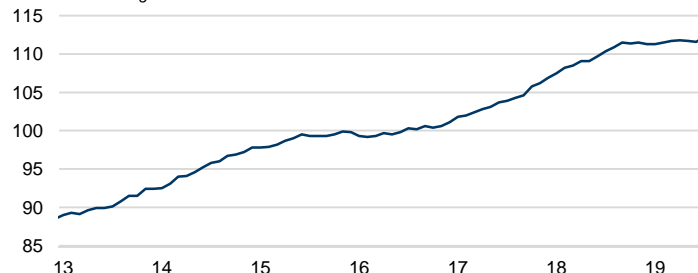
Graphique 3
États-Unis : inscriptions hebdomadaires au chômage en milliers

Source : Bloomberg



Graphique 4
États-Unis : indicateur avancé du Conference Board

Source : Bloomberg



Pour autant, le passage sous les 50 de la composante nouvelles commandes de l'ISM manufacturier invite à la vigilance, même si l'expérience historique montre que cela n'implique pas nécessairement une entrée en récession (cf. 2012 et 2015 récemment).

Une intensification de la guerre commerciale est un risque à surveiller. Toutefois, à l'approche des élections présidentielles, Donald Trump voudra-t-il prendre le risque de peser davantage sur l'économie ? S'il veut que la croissance soit en phase d'accélération lors de l'élection de 2020, le président américain doit trouver un accord d'ici quelques mois. Passé le premier semestre 2020, il sera tentant pour les Chinois d'attendre un éventuel successeur.

STABILISATION EN EUROPE

La croissance de la zone euro a nettement ralenti depuis un an mais les enquêtes PMI sont cohérentes avec une stabilisation sur un rythme proche de 1%. Les données d'activité décrivent notamment une consommation toujours bien orientée. Les ventes au détail hors automobiles se maintiennent sur leur tendance haussière et les immatriculations se normalisent après le choc lié au passage à la nouvelle norme anti-pollution (WLTP).

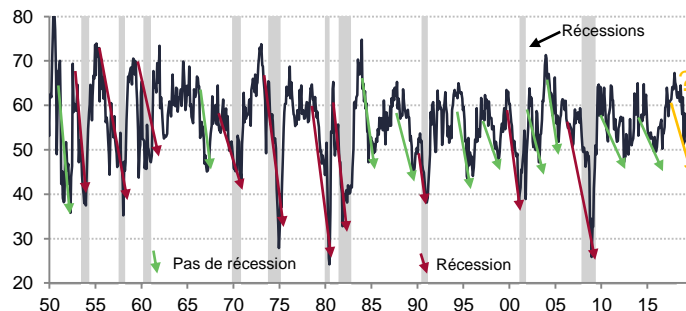
En Allemagne, le secteur manufacturier est en récession mais les commandes industrielles hors éléments volatils remontent un peu après un fort recul depuis les 18 derniers mois, laissant espérer une stabilisation. Pour l'instant, le retournement du secteur manufacturier n'a pas eu d'impact majeur sur l'emploi. Les créations d'emplois ont certes ralenti mais le recours au chômage partiel reste limité, contrairement à 2008-2009.

En Italie, l'attitude plus conciliante du nouveau gouvernement pourrait amener une baisse du spread qui pourrait soutenir la confiance. Cela dit, la coalition du Parti démocrate et du Mouvement 5 étoiles pourrait être instable et la position d'opposant de la Ligue pourrait les renforcer pour les prochaines élections. À moyen terme, les fondamentaux de l'Italie restent compliqués (faible croissance potentielle, dette publique élevée).

Au Royaume-Uni, la trajectoire du Brexit est incertaine et trois scénarios sont envisageables : une sortie de l'UE sans accord le 31 octobre, malgré la loi « anti-no deal » ; une sortie de l'UE avec accord le 31 octobre, après le vote d'un nouvel accord ou de celui négocié par Theresa May ; un nouveau report du Brexit assorti d'élections anticipées. L'impact d'une sortie sans accord est très incertain et difficile à quantifier : plus que la mise en place de droits de douane, c'est la rupture réglementaire et les aspects pratiques qui pèseraient sur l'activité.

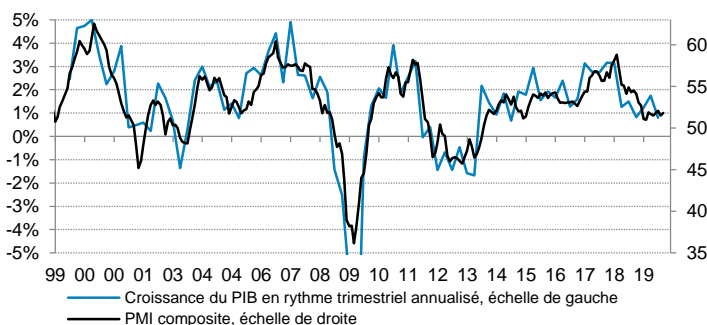
Graphique 5
États-Unis : composante nouvelles commandes de l'ISM manufacturier

Source : Factset



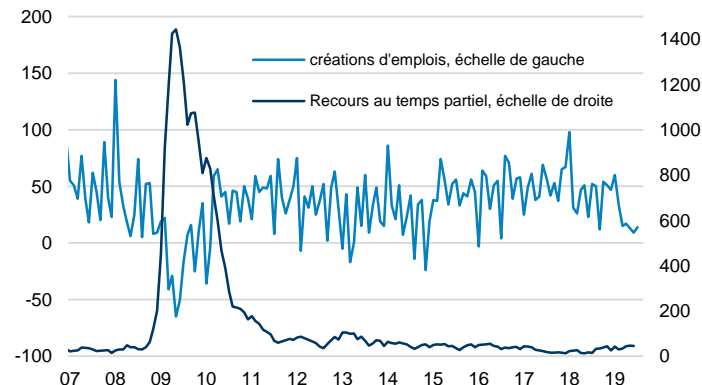
Graphique 6
Zone euro : croissance du PIB et indices PMI

Source : Bloomberg



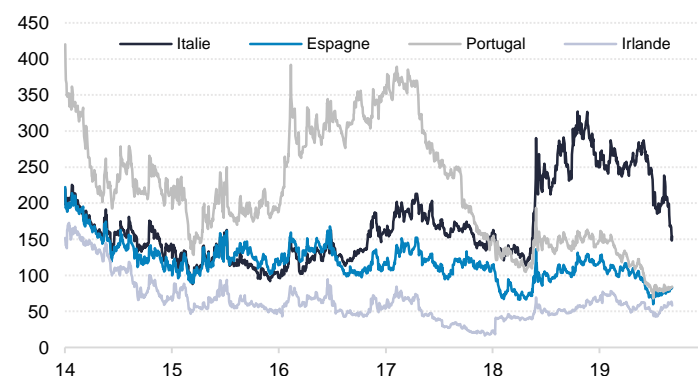
Graphique 7
Allemagne : créations d'emploi (milliers par mois)

Source : Bloomberg



Graphique 8
Périphériques : marges de crédit par rapport à l'Allemagne (pbs)

Source : Bloomberg



PILOTAGE DE LA CROISSANCE EN CHINE ET SOUTIEN MONÉTAIRE DANS LES AUTRES PAYS ÉMERGENTS

La guerre commerciale pose un risque important pour la croissance chinoise et ses effets se font déjà sentir sur l'activité. Le relèvement des tarifs douaniers a entraîné une baisse de la demande américaine pour les produits surtaxés et l'investissement dans le secteur manufacturier a nettement ralenti depuis son pic de fin 2018.

Le plan de soutien des autorités devrait toutefois permettre d'éviter un ralentissement brutal de la croissance, son efficacité restant à surveiller. Pour l'instant, celui-ci se traduit surtout par un rebond de la croissance du crédit. Le rebond reste modéré par rapport aux cycles précédents mais les autorités devraient continuer d'arbitrer entre soutien à la croissance et maîtrise des risques financiers, en fonction de l'évolution de la conjoncture.

Le retournement des ventes de voitures entamé en 2018 se poursuit cette année mais la faiblesse s'explique en partie par des contraintes réglementaires. Celles-ci sont destinées à limiter le nombre de véhicules immatriculés et des annonces récentes prévoient un assouplissement, laissant espérer une stabilisation.

Dans les autres pays émergents, après un fort ralentissement depuis le second semestre 2018, la croissance s'est stabilisée au deuxième trimestre, à la faveur d'un rebond dans plusieurs grands pays (Brésil, Afrique du Sud, Russie, Turquie). Néanmoins, ce rebond doit encore être confirmé et le ralentissement du commerce mondial assombrit les perspectives de croissance dans les économies émergentes, les deux étant étroitement liés. Cela est d'autant plus vrai pour les pays d'Asie qui en dépendent davantage et qui sont en outre plus exposés à un ralentissement en Chine.

Le pivot accommodant des banques centrales dans les pays avancés redonne toutefois des marges de manœuvre aux banques centrales des pays émergents qui baissent leurs taux pour soutenir l'activité, dans un contexte d'inflation généralement modérée.

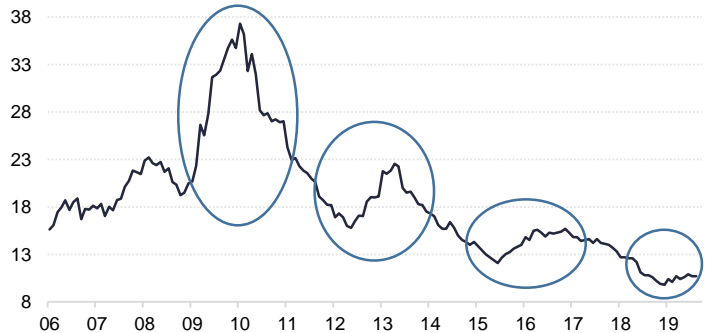
Graphique 9
Chine : croissance sur 1 an de l'investissement dans le secteur manufacturier

Source : Bloomberg



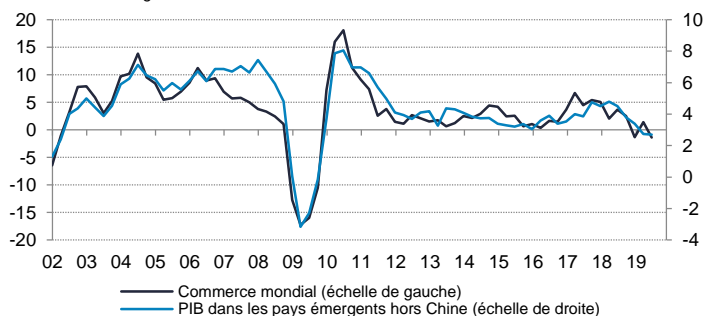
Graphique 10
Chine : croissance du crédit sur 1 an

Source : Bloomberg, JP Morgan



Graphique 11
Croissance sur 1 an du PIB dans les pays émergents (hors Chine) et du commerce mondial

Source : Bloomberg



Graphique 12
Pays émergents hors Chine et Argentine : taux de la politique monétaire (pondération par le PIB)

Source : Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

DES TAUX TOUJOURS PLUS BAS POUR TOUJOURS ?

Contrairement à nos attentes de début d'année, les taux d'intérêt américains ont fortement baissé cette année, à l'encontre de la tendance des chiffres économiques récents. Plus qu'un risque de récession, cette baisse des taux semble intégrer une politique monétaire structurellement plus accommodante.

Les anticipations du marché de plusieurs baisses des taux aux États-Unis nous semblent toutefois excessives. Si les facteurs de risques mondiaux se résorbent, un retour sur des niveaux plus normaux pèserait sur les obligations d'État. L'évolution des fondamentaux pourrait également faire remonter les taux américains. L'inflation core rebondit depuis plusieurs mois et le déficit budgétaire poursuit son augmentation.

Dans la zone euro, les annonces de la BCE en septembre indiquent une politique monétaire qui va rester très accommodante. Le nouveau paquet de mesures comprend : une baisse de 10 points du taux de dépôt à -0,50%, la mise en place d'un mécanisme d'exonération partielle pour amortir les effets négatifs de cette mesure sur le compte de résultat des banques, le redémarrage du QE à hauteur de 20 milliards d'euros par mois, sans limite de temps, l'extension de la durée des TLTRO et un renforcement de la forward guidance liant l'évolution des taux d'intérêt à celle de l'inflation.

Globalement, les marchés n'anticipent plus aucune normalisation de la politique monétaire dans les principales économies avancées avant plusieurs années, amenant de profonds changements sur les marchés obligataires.

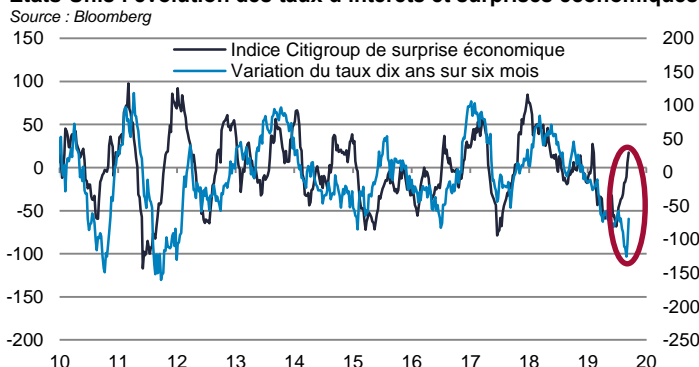
UNE NOUVELLE HIÉRARCHIE DES CLASSES D'ACTIFS ?

Le marché obligataire a changé de nature. La prime de terme est devenue négative et un tiers de l'encours mondial de dette se négocie désormais à des taux négatifs. Cela signifie que la duration ne devrait plus être un moteur de performance à l'avenir et qu'il faudrait que les taux poursuivent leur baisse pour assurer une performance positive.

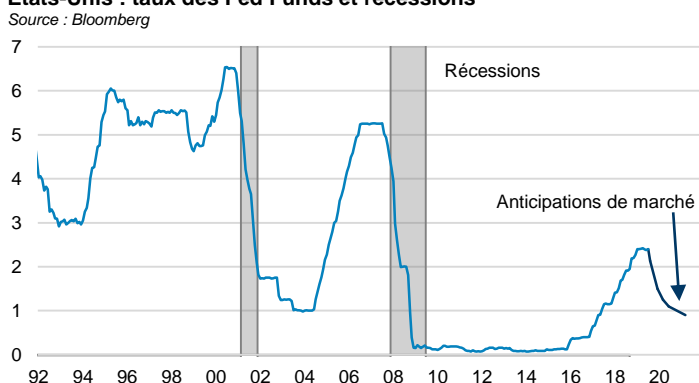
La forte baisse des taux longs sur les marchés obligataires a contribué à nettement augmenter la prime de risque du marché actions. L'écart de performance entre actions et obligations d'État devrait donc être à l'avenir bien supérieur à ce qu'il a été dans le passé.

Pour les investisseurs qui ont besoin de revenus, les actions sont maintenant devenues la classe d'actifs la plus attractive, le rendement du dividende étant supérieur au rendement des obligations d'État.

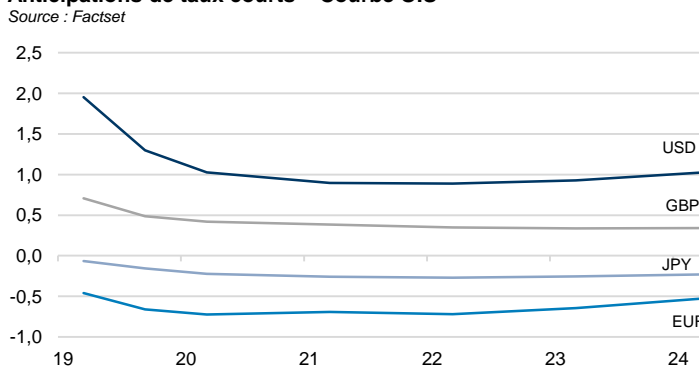
Graphique 13
États-Unis : évolution des taux d'intérêts et surprises économiques



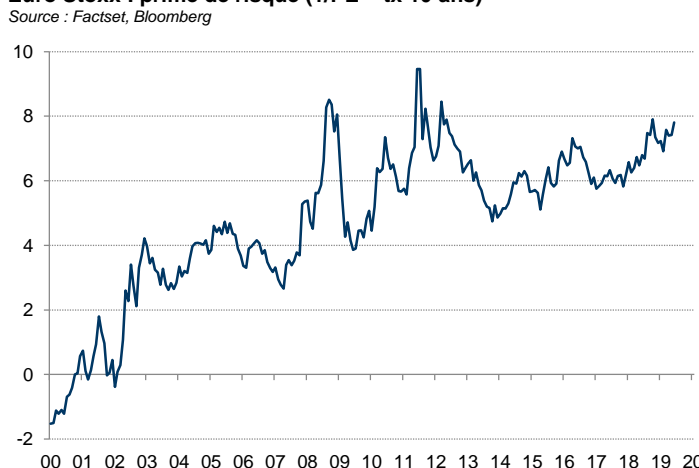
Graphique 14
États-Unis : taux des Fed Funds et récessions



Graphique 15
Anticipations de taux courts – Courbe OIS



Graphique 16
Euro Stoxx : prime de risque (1/PE – tx 10 ans)



QUELLE PERSPECTIVE POUR LES ACTIFS RISQUÉS À COURT TERME ?

Les marchés actions offrent aujourd'hui une prime de risque historiquement importante par rapport aux autres classes d'actifs, compensant largement les risques. Une éventuelle récession serait très négative mais ce scénario ne nous semble pas le plus probable aujourd'hui.

Au sein des marchés actions, nous privilégions les marchés occidentaux. Ceux-ci sont certes plus chers que les Émergents et le Japon mais les États-Unis et la Zone euro affichent une dynamique de résultats plus favorable.

Sur le marché du crédit, notre préférence va aux obligations subordonnées financières. Le supplément de rendement est attrayant et celles-ci devraient en plus bénéficier des effets positifs d'une remontée des taux sur la rentabilité des banques.

Le niveau des spreads de crédit sur les obligations à haut rendement est en ligne avec les fondamentaux et celui des obligations de bonne qualité est probablement insuffisant pour compenser une hausse des taux.

En résumé, le contexte actuel nous semble favorable aux actifs risqués. D'autant qu'aucun scénario de récession ne semble se mettre en place à court terme et que la proximité des élections américaines plaide pour une politique plus favorable à l'économie et au marché. Mais il faut garder à l'esprit de rester flexible compte tenu des incertitudes internationales.

Glossaire :

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

Prime de risque : retour sur investissement supplémentaire offert par une action par rapport à un investissement sans risque.

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.

Conference Board : le Conference Board est une organisation à but non lucratif, créée au début du 19ème siècle, qui compile des données provenant de très nombreuses sources économiques.

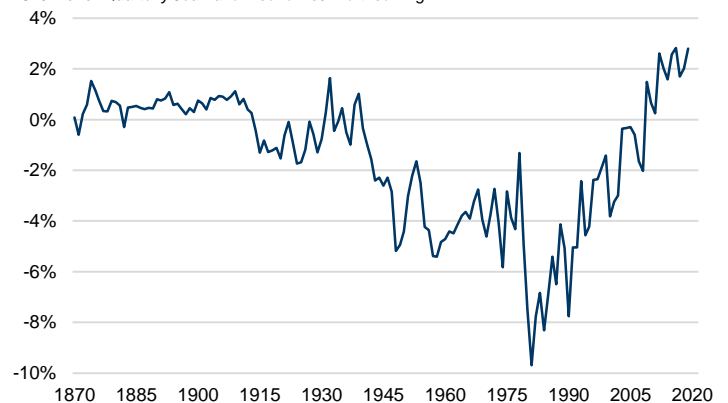
WLTP : procédure d'essai mondiale harmonisée pour les voitures particulières et véhicules utilitaires légers (en anglais Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedures, ou WLTP) est une norme d'essais d'homologation des véhicules.

QE ou Quantitative Easing : le terme assouplissement quantitatif désigne un type de politique monétaire dite « non conventionnelle » consistant pour une banque centrale à racheter massivement des titres de dettes aux acteurs financiers.

TLTRO : les « Long term refinancing operations », généralement appelées LTRO, sont des prêts à long terme (trois ans) accordés aux banques par la Banque centrale européenne.

Graphique 17

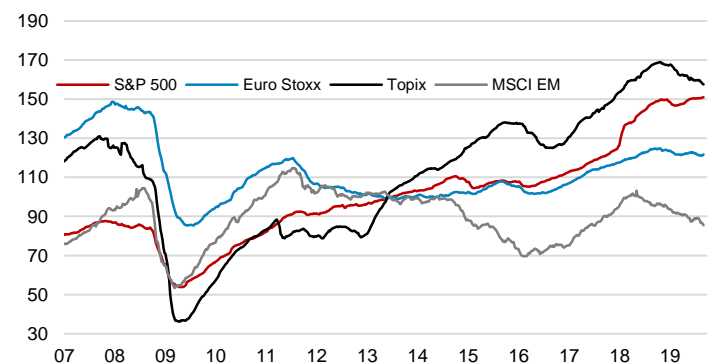
France : différence dividende des actions – taux obligations d'Etat
Source : Jordà, Knoll, Kuvshinov, Schularick, Taylor. 2019. "The Rate of Return on Everything, 1870–2015" Quarterly Journal of Economics. Forthcoming



Graphique 18

Résultats prospectifs 12 mois des principaux indices (base 100 en 2013)

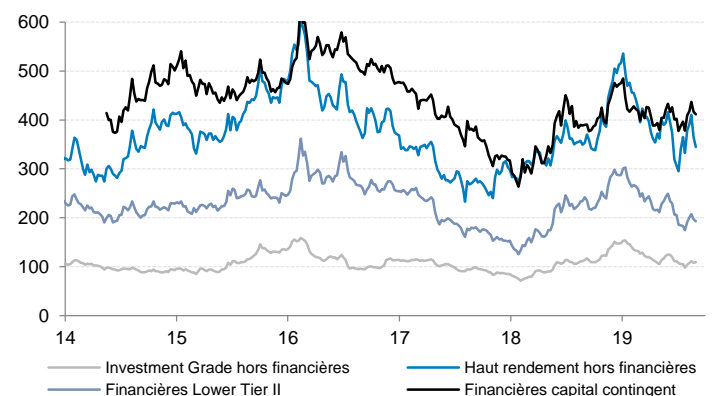
Source : Bloomberg



Graphique 19

Zone euro : marges de crédit des émetteurs privés

Source : Factset, Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de septembre 2019 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.