

ÉTATS-UNIS

La croissance américaine se stabilise et la reprise du marché de l'immobilier se confirme. Malgré un ralentissement dans le secteur manufacturier, le marché du travail reste bien orienté. La Fed adopte maintenant une position attentiste et n'envisage plus de baisse des taux à court terme.

p.3

CHINE

Les dernières statistiques indiquent une poursuite du ralentissement de la croissance au début du quatrième trimestre et les enquêtes de confiance sont mitigées. Dans ce contexte, le gouvernement et la banque centrale ont renforcé leurs mesures de soutien à l'activité.

p.4

ZONE EURO

La croissance dans la zone euro reste médiocre et les enquêtes PMI demeurent sur des niveaux bas. On observe toutefois un léger rebond dans le secteur manufacturier, notamment en Allemagne.

L'amélioration des perspectives sur le Brexit et la probabilité grandissante d'un accord entre les États-Unis et la Chine pourrait renforcer ce mouvement.

p.2



ZONE EURO

L'ESPOIR AU NIVEAU DE L'INDUSTRIE

La croissance dans la zone euro est quasi stable au troisième trimestre, affichant +0,9% en rythme annualisé contre +0,8% au deuxième trimestre. Par pays, la croissance a rebondi de -1,0% à +0,3% en Allemagne et de +1,5% à +1,8% en Espagne. Elle s'est stabilisée à +0,3% en Italie et a ralenti de +1,4% à +1,0% en France. Le détail des différents postes de la demande sera publié le 5 décembre.

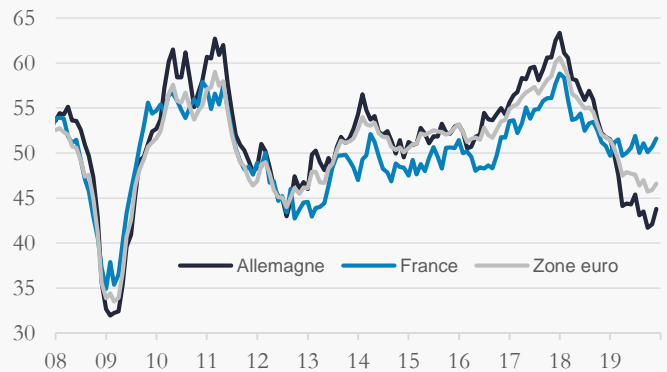
Les enquêtes PMI¹ de novembre sont ressorties en dessous des attentes, le PMI composite de la zone euro se repliant de 50,6 à 50,3 alors que le consensus prévoyait une nouvelle amélioration. Ce repli intervient malgré une amélioration des PMI composites en Allemagne (+0,3 point à 49,2) et en France (+0,1 point à 52,7), et implique une dégradation des PMI dans le reste de la zone euro.

La déception porte surtout sur le secteur des services où le PMI a baissé de 0,7 point à 51,5. A l'inverse, les enquêtes PMI du secteur manufacturier ont apporté de bonnes surprises. Dans la zone euro, le PMI manufacturier s'est amélioré pour le deuxième mois d'affilée pour atteindre 46,6, après 45,9 en octobre, mais son niveau reste très bas.

Le PMI manufacturier allemand rebondit également. Toutefois, à 43,8, il demeure lui aussi nettement en territoire de contraction. La publication des données de septembre sur les commandes de biens manufacturés envoie un message un peu plus favorable. Elles progressent de 1,3% sur le mois, et même de 1,5% hors éléments volatils, cette dernière mesure s'étant stabilisée sur les mois précédents à des niveaux qui prévalaient en 2015-2016. L'amélioration des perspectives sur le Brexit, avec une moindre probabilité de sortie sans accord et sur la guerre commerciale, avec la probabilité grandissante d'un accord entre les Etats-Unis et la Chine, pourrait renforcer ce mouvement.

Dans le reste de la zone euro, les élections législatives en Espagne n'ont pas débouché sur une majorité claire. Le Parti socialiste (PSOE) et la gauche radicale (Podemos) se sont entendus pour tenter de constituer un gouvernement, mais celui-ci devra encore remporter une majorité simple lors d'un vote de confiance. Si ce gouvernement est confirmé, il faudra probablement s'attendre à une remise en cause des réformes faites par le passé et une augmentation de la dépense publique, sans doute accompagnée d'une hausse des impôts. Dominé par le PSOE, le gouvernement devrait cependant maintenir une bonne relation avec la Commission Européenne². Si cette alliance pour former un gouvernement pérenne échoue, de nouvelles élections sont probables.

Graphique 1
Zone euro : Indices PMI manufacturiers



Source : Bloomberg

¹ PMI : les indices PMI sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service).

² Commission Européenne : institution de l'Union européenne créée en 1957, composée d'un commissaire par pays membre. Elle est chargée de veiller au respect des traités européens et décide des politiques à mener.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 26 novembre 2019 et est susceptible de changer.

CROISSANCE DU PIB DANS
LA ZONE EURO, EN
+0,9% RYTHME TRIMESTRIEL
ANNUALISÉ
T3 2019

CROISSANCE DU PIB EN
ALLEMAGNE, EN
+0,3% RYTHME TRIMESTRIEL
ANNUALISÉ
T3 2019

PMI COMPOSITE DANS LA ZONE
EURO
50,3
Estimation préliminaire pour novembre



ÉTATS-UNIS

CROISSANCE MODÉRÉE ET PAUSE DE LA FED

La croissance américaine a été quasi stable au troisième trimestre, passant de +2,0% au deuxième trimestre à +1,9% en rythme annualisé. La consommation privée reste le premier moteur de la croissance. Viennent ensuite la dépense publique et l'investissement résidentiel, ce dernier étant positif pour la première fois depuis six trimestres. Toutefois, l'investissement des entreprises a diminué pour le deuxième trimestre consécutif et cette baisse s'est accélérée. L'impact sur la croissance du commerce extérieur et de la variation des stocks est légèrement négatif.

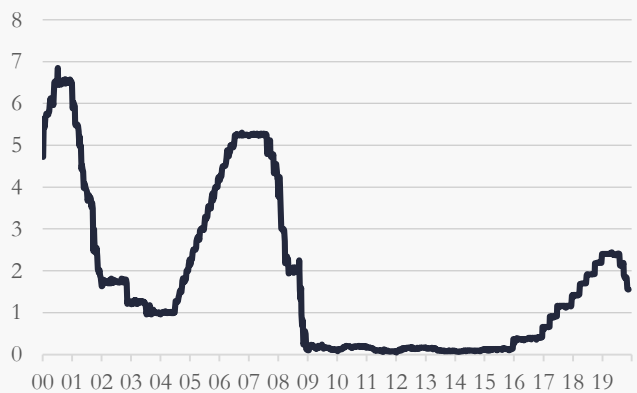
Les statistiques pour le début du quatrième trimestre sont mitigées. Les chiffres de ventes au détail et de permis de construire pour octobre décrivent une consommation plutôt bien orientée ainsi qu'une poursuite de l'amélioration dans le secteur immobilier. En revanche, la conjoncture est moins favorable dans le secteur manufacturier, avec une baisse de la production manufacturière qui s'accroît en octobre (-0,7% après -0,5%). Cette faiblesse s'explique en partie par la baisse de la production automobile, liée à des grèves, mais la production manufacturière hors automobile baisse aussi et l'ISM¹ manufacturier demeure sur un niveau faible, à 48,3 en octobre contre 47,8 en septembre. On observe toutefois une divergence entre l'ISM et le PMI² manufacturier, ce dernier s'améliorant depuis trois mois pour atteindre 52,2 en estimation préliminaire pour novembre.

En dépit du ralentissement dans le secteur manufacturier, le rapport sur l'emploi d'octobre montre un marché du travail toujours bien orienté. Les créations d'emplois du secteur privé ont ralenti à 131 000 mais les deux mois précédents ont été révisés en nette hausse. Ce chiffre a été pénalisé par les grèves chez General Motors, les salariés non payés lors de la période de référence n'étant pas comptabilisés dans les statistiques.

Le taux de chômage est remonté de 3,5% à 3,6%, du fait de l'augmentation du taux de participation, et la variation du salaire horaire global reste stable à +3,0% sur un an.

À l'issue de sa réunion d'octobre, la Réserve Fédérale a sans surprise baissé son taux directeur pour la troisième fois cette année, le portant dans la fourchette de 1,50%-1,75%. Lors de sa conférence de presse, Jerome Powell a déclaré que le taux directeur était désormais au bon niveau et qu'il devrait le rester tant que les nouvelles informations demeureront cohérentes avec une croissance modérée, un marché du travail vigoureux et une inflation proche de son objectif de 2%. Autrement dit, la Fed adopte maintenant une position attentiste et n'envisage plus de baisses des taux à court terme.

Graphique 2
Etats-Unis : Taux de politique monétaire « Fed Funds³ »



Source : Bloomberg.

¹ ISM : 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.

² PMI : les indices PMI sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service).

³ Fed Funds : aux Etats-Unis, fonds déposés par les banques commerciales et autres institutions financières ayant des exigences de réserves obligatoires auprès des Réserves fédérales régionales, y compris les fonds en excès de ces réserves obligatoires.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 26 novembre 2019 et est susceptible de changer.

CROISSANCE DU PIB EN
RYTHME TRIMESTRIEL

+1,9%

ANNUALISÉ
T3 2019

CRÉATIONS D'EMPLOIS DU
SECTEUR PRIVÉ

+131 000

Octobre 2019

ISM MANUFACTURIER

48,3

Octobre 2019



CHINE

RENFORCEMENT DES MESURES DE SOUTIEN FACE AU RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Après un net rebond en septembre, les statistiques d'activité sont reparties à la baisse en octobre. En glissement annuel, la production industrielle a ralenti de +5,8% à +4,7%, les ventes au détail de +7,8% à +7,2% et l'investissement de +4,7% à +3,4%. La faiblesse de la demande domestique s'explique notamment par une poursuite du ralentissement des ventes de voitures et une décélération de l'investissement en infrastructure. A l'inverse, l'investissement dans le secteur manufacturier remonte un peu.

Les statistiques du commerce extérieur d'octobre montrent une moindre contraction des exportations (-0,9% après -3,2%, sur un an) et des importations (-6,4% après -8,3%, sur un an). On observe notamment une moindre contraction des exportations à destination des États-Unis (-16,2% après -21,9%, sur un an) qui pourrait être liée à la décision du gouvernement américain de suspendre le relèvement prévu des droits de douane à partir du 15 octobre.

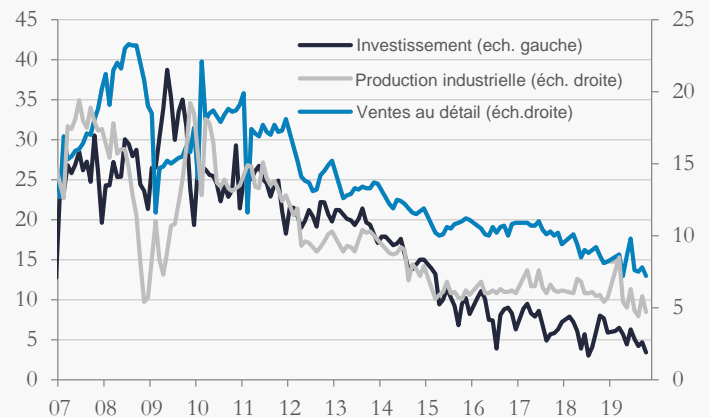
Les enquêtes PMI¹ du secteur manufacturier ont envoyé des signaux contradictoires en octobre. Le PMI manufacturier officiel a baissé de 49,8 à 48,3, pour atteindre son plus bas niveau depuis février 2019, tandis que le PMI manufacturier de Caixin² a augmenté de 51,4 à 51,7, un plus haut depuis décembre 2016.

La divergence entre ces deux enquêtes pourrait s'expliquer par le fait que le PMI de Caixin est davantage tourné vers les PME³ exportatrices du secteur privé alors que le PMI officiel donne un poids plus important aux grandes entreprises, plus exposées à la conjoncture nationale. Ainsi, il est possible que le PMI de Caixin ait été plus sensible à la trêve commerciale que le PMI officiel.

L'inflation a continué à accélérer en octobre pour s'établir à +3,8% sur un an, contre +3,0% en septembre, l'accélération s'expliquant principalement par le prix du porc, qui a plus que doublé sur un an. L'inflation sous-jacente est stable à +1,5% sur un an.

Pour aider la croissance, le gouvernement a annoncé un soutien supplémentaire à l'investissement en infrastructures, en assouplissant les exigences en capital pour certaines catégories de projets. Pour sa part, la banque centrale a de nouveau assoupli sa politique monétaire. Pour la première fois depuis 2016, elle a baissé son taux de prêt à moyen terme, de 3,30% à 3,25%, celui-ci constituant le nouveau taux de référence depuis la réforme des taux d'intérêt de cet été. Elle a également baissé pour la première fois depuis octobre 2015 le taux des prises en pension⁴ à une semaine, de 2,55% à 2,50%.

Graphique 3
Chine: Données d'activité, glissement annuel



Source : Bloomberg.

¹ PMI : les indices PMI sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique un sentiment positif dans le secteur concerné (manufacturier ou service).

² Caixin : indicateur PMI de la vigueur de l'économie chinoise, destiné à offrir une vision d'ensemble de l'activité du secteur manufacturier et sert d'indicateur-clé de l'économie dans son ensemble.

³ PME : les petites et moyennes entreprises sont des sociétés dont le nombre de salariés est compris entre 10 et 250, et dont le chiffre d'affaires annuel ne dépasse pas les 50 millions d'euros.

⁴ Taux des prises en pension : lorsqu'une banque a besoin de se refinancer sur l'open market (marché ouvert), elle peut mettre en pension certains de ses titres financiers en les confiant à une banque centrale, à titre de garantie. En contrepartie, la banque centrale lui prête des liquidités à un taux prédéfini.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 26 novembre 2019 et est susceptible de changer.

CROISSANCE SUR UN AN DE
LA PRODUCTION
INDUSTRIELLE
+4,7%
Octobre 2019

CROISSANCE SUR UN AN DES
VENTES AU DÉTAIL
+7,2%
Octobre 2019

EXPORTATIONS SUR UN AN
-0,9%
Octobre 2019

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



Blog
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.