

## ÉTATS-UNIS

Les statistiques économiques ont été perturbées par des facteurs temporaires récemment mais la tendance de fond reste bonne. Si l'activité dans le secteur manufacturier ne s'améliore pas franchement, le rebond est plus net dans le secteur de l'immobilier.

p.3

## CHINE

Après plus d'un an et demi de négociations commerciales, les États-Unis et la Chine se sont finalement entendus sur la première phase d'un accord. Le risque d'escalade des tensions commerciales a clairement diminué mais n'a pas complètement disparu.

p.4

## ZONE EURO

La croissance reste soutenue par la consommation dans un contexte de faible chômage et d'accélération des salaires. La faiblesse de l'activité dans le secteur manufacturier n'a pas contaminé le secteur des services et les avancées sur le front de la guerre commerciale et du Brexit pourraient amener une amélioration.

p.2



# ZONE EURO

## STABILISATION DE L'ACTIVITÉ

La croissance du troisième trimestre a été confirmée à +0,9% en rythme annualisé, après +0,7% au deuxième trimestre. Le détail montre que les consommations privées et publiques sont les principales contributions positives. On observe également une petite accélération de l'investissement résidentiel. L'investissement non résidentiel croît légèrement. Le commerce extérieur a freiné l'activité et le stockage a pesé pour le quatrième trimestre consécutif.

Cette bonne santé de la consommation devrait se poursuivre compte tenu de la bonne dynamique des revenus des ménages, dans un contexte de faible chômage (7,5% en octobre) et d'accélération des salaires. Les phases d'ajustement des stocks étant généralement suivies d'un rebond marqué de l'activité, on pourrait attendre ce genre d'effet après plusieurs trimestres de baisses du stockage. Toutefois, le mouvement n'a pas encore atteint les proportions atteintes lors des récessions de 2009 ou de 2011-2012. Dès lors, l'effet restockage sera sans doute moins important, augurant d'une reprise plus progressive.

Pour l'instant, les enquêtes PMI<sup>1</sup> de décembre sont cohérentes avec une stabilisation de l'activité, à défaut de signaler une amélioration. Le PMI composite de la zone euro s'est stabilisé à 50,6, mais cette stabilité masque un repli du PMI manufacturier, de 46,9 à 45,9, et une amélioration du PMI des services, de 51,9 à 52,4, ce dernier passant de 52,2 à 52,4 en France, en dépit des grèves contre la réforme des retraites. La rechute du PMI manufacturier dans la zone euro est décevante car la hausse de novembre laissait espérer que l'activité manufacturière avait touché le fond. Il faudra toutefois attendre la publication des PMI finaux pour surveiller un éventuel impact positif des avancées sur le front de la guerre commerciale et du Brexit.

Pour sa première conférence de presse à la tête de la BCE, Christine Lagarde s'est inscrite dans la continuité de Mario Draghi, en tout cas sur le fond, en maintenant l'ensemble des mesures adoptées en septembre et en réaffirmant que tous les instruments étaient prêts à être ajustés. Sur la forme, Christine Lagarde a adopté un ton plus direct que son prédécesseur. Elle a également joué la carte de l'apaisement vis à vis du Conseil des gouverneurs, en déclarant qu'elle ne se situait ni dans le camp des colombes, ni dans le camp des faucons, et qu'elle chercherait autant que possible à trouver un consensus pour ses décisions, suggérant une approche plus collégiale à l'avenir.

Graphique 1  
Zone euro : Indices PMI par secteur



Source : Factset

<sup>1</sup> 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).

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 19 décembre 2019 et est susceptible de changer.

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

**45,9**

PMI MANUFACTURIER  
DANS LA ZONE EURO  
Estimation préliminaire pour décembre

**52,4**

PMI DES SERVICES  
DANS LA ZONE EURO  
Estimation préliminaire pour décembre



# ÉTATS-UNIS

## POURSUITE DE L'EXPANSION

La croissance du troisième trimestre a été révisée à +2,1% en rythme annualisé lors de la seconde estimation du PIB, contre +1,9% en estimation initiale, entièrement du fait des stocks. La publication des profits des entreprises montre un léger repli sur le trimestre, une fois ceux-ci corrigés de l'inflation, mais ils sont à peu près stables depuis 2016. Cela est de bon augure pour la poursuite de l'expansion, dans la mesure où la plupart des récessions ont été précédées d'une nette tendance baissière.

Les ventes au détail ralentissent depuis quelques mois et la hausse de 0,1% en novembre (hors éléments volatils) était décevante. Cela dit, il est possible que ce chiffre ait été pénalisé par la date tardive de Thanksgiving. Historiquement, cela a eu tendance à déprimer les ventes de novembre et à stimuler celles de décembre, une partie des achats post-Thanksgiving étant effectuée en décembre. Il faudra donc attendre le chiffre du mois prochain pour se faire une idée plus précise de la dynamique de la consommation américaine au quatrième trimestre.

En attendant, les fondamentaux de la consommation restent bons. Les créations d'emplois ont été très dynamiques en novembre, ressortant à 254 000 dans le secteur privé, bien que celles-ci ont bénéficié d'un coup de pouce lié au retour à l'emploi des grévistes du secteur automobile. Le taux de chômage est revenu sur ses points bas de septembre, à 3,5%, et le tassement de la croissance globale des salaires masque une nouvelle accélération pour les personnels les moins qualifiés.

La fin des grèves dans le secteur de l'automobile a également stimulé la production manufacturière. Cette dernière a rebondi de 1,1% en novembre, après -0,7% en octobre, grâce à une hausse de 12,4% de la production de véhicules automobiles et de pièces détachées.

Hors automobile, l'augmentation est plus modeste puisque la production manufacturière progresse de 0,3%. Le PMI de Markit<sup>1</sup> montre une activité quasi stable dans le secteur manufacturier en décembre, passant de 52,6 à 52,5.

Si les statistiques du secteur manufacturier ne s'améliorent pas encore franchement, le rebond est plus net dans le secteur de l'immobilier. Les permis de construire de maisons individuelles ont continué de s'améliorer en novembre, progressant de 0,8% après une hausse de 3,4% en octobre, et l'indice NAHB<sup>2</sup> de confiance des constructeurs de maisons a bondi de 71 à 76, son plus haut niveau depuis 1999.

Enfin, la réunion de la Fed n'a pas apporté de surprise. Les membres du FOMC<sup>3</sup> ont maintenu la fourchette cible des taux d'intérêt, à 1,50%-1,75%, et conservé leurs prévisions d'aucun mouvement de taux en 2020 et d'une hausse des taux en 2021 suivie d'une autre en 2022.

Graphique 2

États-Unis : créations d'emplois dans le secteur privé, milliers



Source : Bloomberg.

<sup>1</sup> PMI de Markit : 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).

<sup>2</sup> NAHB : indicateur du marché du logement, portant sur le niveau des ventes de logements neufs actuel et future ainsi que sur le nombre d'acheteurs potentiels.

<sup>3</sup> Le Federal Open Market Committee (Comité fédéral d'open market en français) est un Organe de la Fed chargé du contrôle de toutes les opérations d'open market (achat et vente de titres d'État notamment) aux États-Unis.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 19 décembre 2019 et est susceptible de changer.

CROISSANCE DU PIB EN  
RYTHME TRIMESTRIEL

**+2,1%**

ANNUALISÉ  
T3 2019

CRÉATIONS D'EMPLOIS DU  
SECTEUR PRIVÉ

**+254 000**

Novembre 2019

TAUX DE CHÔMAGE

**3,5%**

Novembre 2019



# CHINE

## APAISEMENT DES TENSIONS COMMERCIALES

Après plus d'un an et demi de négociations commerciales, les États-Unis et la Chine se sont entendus sur la première phase d'un accord, le 13 décembre.

De leur côté, les États-Unis ont accepté de ne pas augmenter à 15% les droits de douanes qui devaient entrer en vigueur sur 160 milliards de dollars d'importations chinoises, à partir du 15 décembre. Ils ont également accepté de diviser par deux les droits de douanes mis en place au 1<sup>er</sup> septembre sur 120 milliards de dollars de produits chinois, à 7,5%. Par contre, les États-Unis ont maintenu les droits de douanes à hauteur de 25% sur 250 milliards de dollars d'importations chinoises.

En contrepartie, la Chine se serait engagée à augmenter ses importations de produits américains de 200 milliards de dollars au cours des deux prochaines années, dans les domaines de l'agriculture, de l'alimentation, de l'énergie, des produits manufacturés et des services, un montant qui n'a toutefois pas encore été confirmé par les Chinois. L'accord prévoit également que la Chine engage des réformes structurelles sur le front de la propriété intellectuelle, du transfert de technologie, des services financiers, du commerce extérieur et du change.

Cet accord commercial partiel entre la Chine et les États-Unis est très positif, réduisant le risque d'une nouvelle escalade qui risquerait de compromettre l'expansion mondiale. Toutefois, plusieurs points invitent à tempérer sa portée.

D'abord, cet accord n'a pas encore été signé. Le représentant au Commerce américain espère une signature début janvier 2020. Ensuite, la capacité de la Chine à respecter ses engagements en matière d'importations est questionnable.

En effet, si le pays veut augmenter ses importations de produits américains de 200 milliards de dollars en deux ans, il faudrait les porter à 380 milliards de dollars en 2021, soit plus du double des importations en 2018, ce qui pourrait s'avérer compliqué. Enfin, cet accord laisse de côté certains sujets épineux, tel que celui des subventions publiques chinoises, qui devrait être abordé lors des négociations portant sur la deuxième phase de l'accord. Ainsi, si le risque d'escalade des tensions commerciales a clairement reflué, il n'a pas complètement disparu.

L'apaisement des tensions commerciales intervient au bon moment pour l'économie chinoise qui montrait des signes de faiblesses jusqu'à récemment. Après une déception en octobre, la production industrielle a rebondi de +4,7% à +6,2%, l'investissement de +3,4% à +5,2%, les ventes au détail en volume se sont stabilisées à +5,0%, sur un an, et les enquêtes PMI se sont nettement améliorées.

Graphique 3  
Chine : enquêtes PMI<sup>1</sup> (moyenne Caixin et NBS)



Source : Bloomberg.

<sup>1</sup> 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).

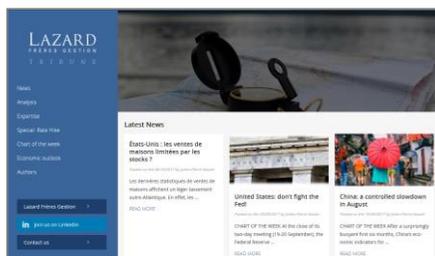
L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 19 décembre 2019 et est susceptible de changer.

**370**  
MONTANT DES  
IMPORTATIONS CHINOISES  
TOUCHÉES PAR LES DROITS  
DE DOUANES  
En milliards de dollars

**+6,2%**  
PRODUCTION INDUSTRIELLE,  
CROISSANCE SUR UN AN  
Novembre 2019

**51,0**  
MOYENNE DES PMI DU  
SECTEUR MANUFACTURIER  
Novembre 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](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.