

## ÉTATS-UNIS

La solidité de la croissance permet une poursuite de la baisse du taux de chômage et une accélération progressive des salaires et de l'inflation. La Fed a donc revu à la hausse ses prévisions de taux d'intérêt pour cette année.

p.3

## CHINE

Les effets du ralentissement du crédit commencent à se faire sentir sur la demande domestique. Les tensions commerciales avec les Etats-Unis posent un risque pour les exportations. La banque centrale chinoise a donc de nouveau desserré sa politique monétaire.

p.4

## ZONE EURO

Jugeant que le ralentissement économique de début d'année dans la zone euro et les développements en Italie ne remettaient pas en cause la reprise, la BCE a signalé la fin de son programme d'achats d'actifs.

p.2



# ZONE EURO

## LA BCE RÉDUIT LA VOILURE

Lors de sa réunion du 14 juin, la BCE a signalé qu'elle allait mettre un terme à son programme d'achats d'actifs à la fin de l'année. Les achats mensuels seront dans un premier temps réduits de 30 à 15 Mds d'euros sur les trois derniers mois de l'année avant de s'arrêter. La BCE se bornera ensuite à réinvestir les remboursements des titres arrivés à échéance pendant « une période prolongée ».

La BCE a par ailleurs indiqué vouloir maintenir ses taux directeurs au niveau actuel jusqu'à l'été 2019 (taux de dépôt à -0,40% ; taux de refinancement à 0,00% et taux de la facilité marginale de prêt à +0,25%), sous réserve d'une évolution économique conforme à ses attentes.

La BCE considère que le ralentissement observé dans la zone euro en ce début d'année ne remet pas en cause la reprise. Elle estime que celui-ci reflète en partie des facteurs temporaires (mauvaises conditions météo, grèves dans certains pays...) et que la croissance devrait rester vigoureuse.

En effet, le taux de chômage poursuit sa baisse (8,5% en avril). Certains signes d'une accélération des salaires commencent à être visibles et les enquêtes restent cohérentes avec une croissance de l'ordre de 2%, un rythme supérieur au potentiel de la zone euro. Le rebond du PMI composite de la zone euro en juin (54,8 contre 54,1 en estimation préliminaire) est rassurant, mettant fin à quatre mois de baisse.

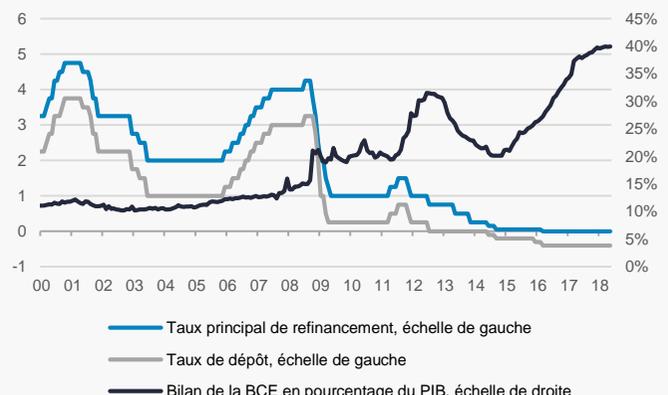
Le bilan de la BCE va donc culminer à un peu plus de 40% du PIB, là où celui de la Fed a atteint sa taille relative la plus élevée à 25% fin 2014. Il ressort des déclarations de la BCE que la stratégie de sortie va être très similaire à celle suivie par la Fed ;

une séquence entamée par l'arrêt des achats, suivie par une remontée des taux, puis sans doute un début de réduction du bilan de la BCE après quelques hausses de taux.

Concernant l'Italie, Mario Draghi a relativisé les tensions récentes sur la dette obligataire du pays. Il a évoqué un épisode localisé et sans comparaison avec 2011-2012, aussi bien par son ampleur que par l'absence de contagion financière aux autres Etats membres, tout en rappelant que des gardes fous avaient été mis en place au sein de la zone euro pour se prémunir du risque de redénomination.

La situation politique en Italie reste toutefois instable et la soutenabilité de la dette italienne pourrait être remise en question si le gouvernement appliquait son programme, même partiellement.

Graphique 1  
Zone euro : Politique monétaire de la BCE



Source : Bloomberg.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 27 juin 2018 et est susceptible de changer.

**8,5%**

TAUX DE CHÔMAGE  
DANS LA ZONE EURO  
Avril 2018

**54,8**

PMI COMPOSITE  
DE LA ZONE EURO  
Juin 2018 (Estimations Flash)

**0,0%**

TAUX DE  
REFINANCEMENT  
DE LA BCE



# ÉTATS-UNIS

## CROISSANCE SOLIDE

La croissance américaine au premier trimestre a été légèrement revue en baisse lors de la seconde estimation du BEA (-0,1 point à +2,2% en rythme trimestriel annualisé, contre +2,9% au trimestre précédent) mais la composition est plus favorable, la croissance étant davantage tirée par la demande domestique finale et moins par la variation des stocks.

Les données d'activité mettent en évidence une accélération de la croissance américaine au deuxième trimestre. La consommation a enregistré une solide progression en avril (+0,4%) et les ventes au détail de mai (+0,5%) laissent espérer un nouveau bon chiffre, confirmant que la faiblesse au début de l'année n'était qu'un trou d'air.

Cela dit, il faut sans doute s'attendre à une normalisation de la consommation par la suite, la baisse rapide du taux d'épargne sur les deux derniers mois (-0,4 point à 2,8%) étant difficilement tenable. Les fondamentaux restent toutefois porteurs.

Le rapport sur l'emploi de mai a en effet confirmé la solidité du marché du travail. Les créations d'emplois restent dynamiques (+218 000 dans le secteur privé) et le salaire horaire progresse régulièrement (+2,7% sur un an), ce qui devrait permettre au revenu disponible de rester bien orienté. Le taux de chômage est passé en dessous du point bas de 2000 pour atteindre 3,8%.

L'inflation reste encore mesurée mais elle accélère progressivement. A +2,2% sur un an en mai, elle évolue sur un rythme légèrement plus rapide que l'objectif de 2% à moyen terme visé par la Fed.

Dans cet environnement, la Fed a annoncé une nouvelle hausse d'un quart de point de son taux directeur à l'issue de sa réunion des 12 et 13 juin, le portant dans une fourchette de 1,75%-2,00%. Cette hausse avait été bien anticipée par les investisseurs et l'enjeu portait plus sur la mise à jour des prévisions de taux d'intérêt des membres du comité de politique monétaire.

La médiane des prévisions fait état de deux hausses supplémentaires de 25 points de base cette année, ce qui porterait à quatre le nombre de hausses des taux en 2018, contre trois anticipées jusqu'à présent.

Elles tablent sur trois hausses en 2019 et une de plus en 2020, un rythme inchangé par rapport aux précédentes prévisions. Sur la base des contrats futures, le marché a bien intégré le scénario de la Fed pour 2018 mais il anticipe à peine deux hausses l'année prochaine et aucune en 2020.

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



Source : Bloomberg.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 27 juin 2018 et est susceptible de changer.

**+2,2%** CROISSANCE DU PIB  
T1 2018, en rythme annualisé

**3,8%**

TAUX DE  
CHÔMAGE  
Mai 2018

**+2,2%**

INFLATION  
SOUS-JACENTE  
Mai 2018 (sur un an)



# CHINE

## DES SIGNES D'AFFAIBLISSEMENT DE L'ACTIVITÉ

Les statistiques chinoises du mois de mai mettent en évidence un affaiblissement de l'activité au deuxième trimestre, après une croissance stable sur les trois derniers trimestres.

La production industrielle a légèrement ralenti (+6,8% sur un an après +7,0%), tout en restant sur un rythme de croissance similaire à celui du premier trimestre. Le ralentissement des ventes au détail est plus prononcé (+8,5% sur un an après +9,4%) mais il est possible qu'il ait été amplifié par des facteurs temporaires.

En effet, le bureau chinois des statistiques indique des distorsions liées au calendrier des fêtes et il n'est pas à exclure que certains particuliers aient reporté leurs achats d'automobiles dans la perspective d'une baisse de prix, suite à l'annonce par le gouvernement chinois d'un abaissement des taxes sur les importations (de 25% à 15%) à partir du 1er juillet.

La principale déception porte sur l'investissement (+3,9% sur un an après +6,1%), en particulier l'investissement en infrastructures (-1,1% après +6,4% sur un an). Cette déception intervient dans un contexte de ralentissement du crédit sur les derniers mois, les autorités chinoises ayant profité d'un environnement économique stable pour prendre des mesures visant à limiter l'endettement du secteur financier, des gouvernements locaux et des entreprises publiques.

La croissance du crédit bancaire est plutôt stable depuis le début de l'année (+11,9% sur un an en mai contre +12,3% en 2017) mais la croissance du crédit non-bancaire ralentit plus nettement et cette tendance s'est accentuée en mai (+11,2% sur un an sur le mois contre +14,9% en 2017).

Les effets du resserrement du crédit commençant à se faire sentir sur l'économie réelle, la banque centrale chinoise a annoncé, en juin, une nouvelle baisse du coefficient des réserves obligatoires pour certaines banques (-50 points de base à 15,50%), après l'avoir abaissé de 100 points de base en avril, afin d'éviter un ralentissement trop prononcé de l'activité.

D'autant que les mesures protectionnistes envisagées par les Etats-Unis posent un risque pour la croissance chinoise. A ce stade, l'impact macroéconomique des mesures annoncées (augmentation à 25% des droits de douane sur 50 Mds USD d'exportations chinoises) devrait rester relativement limité (environ 0,1 point de PIB). En revanche, si Donald Trump mettait à exécution la menace d'une augmentation des taxes sur 200 Mds USD d'exportations supplémentaires, l'impact pourrait être beaucoup plus conséquent (entre 0,3 et 0,5 point de PIB en fonction des estimations).

Graphique 3  
Chine : croissance sur un an de l'investissement en infrastructures et du crédit



Source : Bloomberg.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du 27 juin 2018 et est susceptible de changer.

**+6,8%**

PRODUCTION  
INDUSTRIELLE  
Mai 2018 (sur un an)

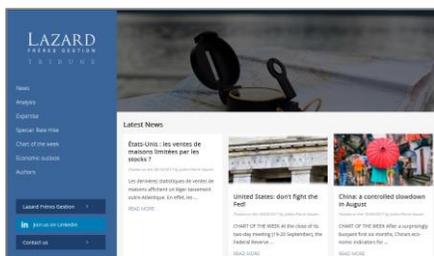
**-1,1%**

INVESTISSEMENT EN  
INFRASTRUCTURE  
Mai 2018 (sur un an)

**+11,6%**

STOCK  
DE CRÉDIT TOTAL  
Mai 2018 (sur un an)

## 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.