

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine montre des signes d'affaiblissement et la désinflation progresse. Ce contexte rend très peu probable une nouvelle hausse des taux de la Fed à court terme.

p.2

ZONE EURO

Les données sont cohérentes avec une accélération de la contraction de l'activité, le resserrement monétaire continuant d'impacter fortement l'économie. L'inflation ralentit nettement.

p.3

CHINE

Les données d'octobre indiquent que la reprise de l'économie chinoise reste fragile. Dans ce contexte, les autorités multiplient les mesures de relance.

p.4



ÉTATS-UNIS

AFFAIBLISSEMENT DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

Le rapport sur l'emploi d'octobre montre une dégradation du marché du travail, avec des créations d'emplois deux fois plus faibles qu'en septembre à +150 000. Cela reste un rythme assez élevé mais les créations d'emplois sont concentrées dans le secteur public et la santé, moins sensibles à l'évolution de la conjoncture. Dans le reste du secteur privé, la tendance est au net ralentissement, au-delà des suppressions d'emplois liées aux grèves dans l'automobile (-33 000), qui sont terminées. Le retour au travail des grévistes devrait avoir l'effet inverse sur l'emploi en novembre.

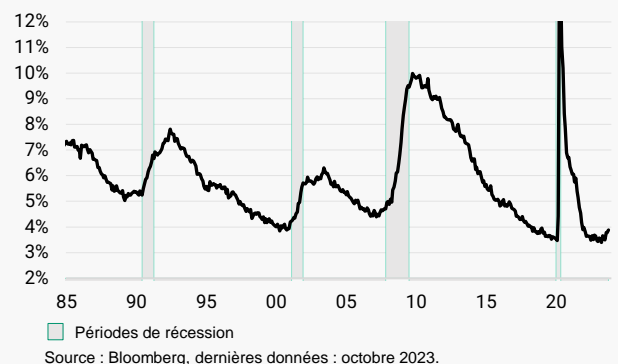
Le taux de chômage a augmenté de 3,8% à 3,9%, son plus haut niveau depuis début 2022. Une règle popularisée sous le nom de « règle de Sahm » considère que lorsque la moyenne sur trois mois du taux de chômage a progressé de +0,5 point par rapport au point bas des douze derniers mois, l'économie américaine est en récession. Cette moyenne s'établit à 3,8% contre un point bas à 3,5% au printemps dernier. A +0,3 point, ce seuil n'a donc pas encore été atteint mais se rapproche. La détente du marché du travail permet un ralentissement progressif de l'inflation salariale, qui reste toutefois élevée à +4% / +5% par an en fonction de la mesure considérée.

Le ralentissement du marché de l'emploi s'accompagne d'une dégradation des enquêtes d'activité. Les indices ISM* se sont nettement repliés en octobre à 51,8 pour les services et 46,7 pour le secteur manufacturier. On observe également des signes de ralentissement de la consommation. Après une forte hausse en septembre, les ventes au détail ont légèrement baissé en octobre. Le groupe de contrôle qui sert à calculer la consommation de biens dans le PIB a augmenté de +0,2% sur le mois après +0,7%. Le rebond du secteur de la construction continue de s'étioler, à en juger par la nouvelle forte baisse de la confiance des promoteurs immobiliers en novembre, qui revient sur ses plus bas des dernières années.

Autre signe de fragilité de l'économie américaine, les banques ont continué à durcir leurs conditions d'octroi de prêts au troisième trimestre, à un niveau similaire à ce que l'on a pu observer lors des récessions précédentes. La demande de crédit a également fortement baissé. Sur une note plus positive, le Congrès américain a voté un texte qui prolonge le financement des administrations fédérales pendant environ deux mois, évitant leur mise à l'arrêt à court terme.

Sur le plan de l'inflation, les chiffres d'octobre ont surpris favorablement avec des prix à la consommation stables sur le mois et des prix à la production en baisse. La tendance est au ralentissement mais l'inflation sous-jacente est encore deux fois supérieure à l'objectif de la Fed à +4,0% sur un an. Si les publications économiques récentes ont rendu une hausse des taux en décembre très peu probable, Jerome Powell pourrait maintenir un discours prudent pour éviter que les conditions financières ne s'assouplissent trop rapidement. Le marché anticipe environ 100 points de base de baisse des taux l'année prochaine. Une récession pourrait amener un assouplissement plus massif.

Etats-Unis : taux de chômage et récessions



* ISM : indicateurs d'activité américains. Au-dessus de 50 points, ils indiquent une évolution favorable, et inversement lorsqu'ils se situent en-dessous de 50 points.

+99 000

CRÉATIONS
D'EMPLOIS
dans le secteur privé,
octobre 2023

+3,2%

INFLATION
en octobre 2023,
glissement annuel

45,5

COMPOSANTE
« NOUVELLES COMMANDES »
DE L'ISM MANUFACTURIER
en octobre 2023



ZONE EURO

CONTRACTION DE L'ACTIVITÉ

Le PIB de la zone euro a enregistré une légère baisse au troisième trimestre après une légère hausse au deuxième trimestre (-0,2% en rythme annualisé, après +0,6%). Le détail du PIB n'est pas encore connu. Certaines économies résistent mieux que d'autres, mais l'affaiblissement de la croissance est assez généralisé au troisième trimestre. Dans les principales économies, le PIB a continué à progresser en France (+0,4% en rythme annualisé) et en Espagne (+1,4% en rythme annualisé), tandis qu'il a stagné en Italie et légèrement baissé en Allemagne (-0,4% en rythme annualisé). Globalement, la croissance dans la zone euro est quasi nulle depuis un an.

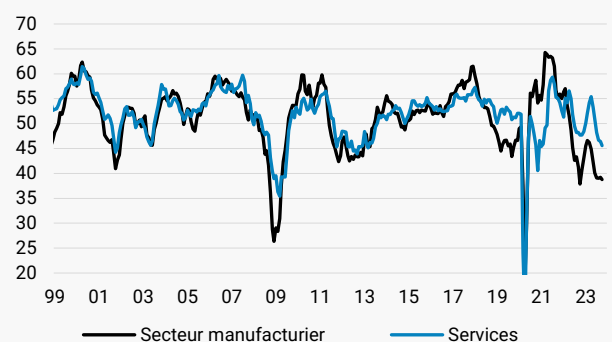
Malgré cette stagnation du PIB, l'emploi s'est montré très résilient avec une hausse de +1,4% sur un an. La dynamique récente du marché du travail est toutefois moins favorable, signe que les cercles vicieux d'une récession sont en train de se mettre en place. Dans la zone euro, l'indice PMI de l'emploi s'est établi à 49,4 au mois d'octobre, indiquant une baisse pour la première fois depuis 2021. En France, l'emploi salarié a légèrement diminué au troisième trimestre. Hors période « Covid », il faut remonter au troisième trimestre 2018 pour voir une diminution des effectifs. En Allemagne, les créations d'emplois ont nettement ralenti sur les derniers mois. En moyenne, 30 000 emplois ont été créés chaque mois au premier semestre contre 6 000 suppressions au troisième trimestre.

La dernière enquête de la BCE sur la distribution de crédit bancaire au troisième trimestre confirme l'impact très fort du resserrement monétaire sur le marché du crédit, déjà visible dans les données mensuelles sur la création de crédit. Les banques indiquent un nouveau durcissement des conditions d'octroi pour l'ensemble des catégories de prêts et surtout une

forte baisse de la demande, tant des entreprises que des ménages. La baisse de la demande est similaire à celle observée en 2008-2009. Les banques s'attendent à un nouveau durcissement des conditions d'octroi de crédit au quatrième trimestre et à une nouvelle baisse de la demande, à un rythme toutefois moins prononcé qu'au troisième trimestre.

Le PMI* de la zone euro est reparti à la baisse en octobre, montrant une accentuation de la contraction de l'activité au début du quatrième trimestre. L'inflation accentuée également sa baisse. Elle est repassée sous la barre des 3% en octobre à +2,9% sur un an, son plus bas niveau depuis plus de deux ans. L'inflation sous-jacente baisse aussi mais reste élevée à +4,2%. Le mois dernier, la BCE a laissé ses taux directeurs inchangés après dix hausses de taux consécutives, comme Christine Lagarde l'avait pré-annoncé en septembre. La BCE estime qu'il est encore beaucoup trop tôt pour envisager de discuter d'une baisse des taux. Le marché attend une première diminution au printemps prochain.

Zone euro: indices PMI, composante nouvelles commandes



Source : Bloomberg, dernières données : octobre 2023.

* PMI : Purchasing Managers Index. 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, tandis qu'une valeur inférieure à 50 indique un sentiment négatif.

46,5

PMI COMPOSITE
en zone euro, octobre 2023

+2,9%

INFLATION
en octobre,
glissement annuel

-0,1%

ÉVOLUTION DU PIB
au T3 2023 face au T2 2023



CHINE

REPRISE ÉCONOMIQUE FRAGILE

Après avoir surpris favorablement en septembre, les publications économiques sont plus mitigées en octobre. Du côté positif, la consommation est mieux orientée. Les ventes au détail ont fortement rebondi pour retrouver un rythme de progression similaire à celui qui prévalait avant le Covid à +7,6% sur un an. L'amélioration est toutefois à relativiser car la base de comparaison est faible et les ventes ont été stimulées par la « Golden Week ». La production industrielle se stabilise et les importations rebondissent nettement. Après environ un an de baisse quasi ininterrompue, les importations augmentent à nouveau, un signal encourageant pour la demande domestique.

Du côté des mauvaises nouvelles, les enquêtes PMI repartent à la baisse. Après trois mois de stabilité à 51,5, le PMI composite s'est replié à 50,4. L'investissement et les exportations restent faibles. L'inflation est repassée en territoire négatif à -0,2% sur un an, montrant que l'économie reste soumise à des pressions déflationnistes. Surtout, la croissance est limitée par le secteur de l'immobilier. L'investissement en immobilier recule de 9,3% sur les dix premiers mois de l'année. Malgré les mesures de soutien à la demande de logement, le volume des ventes de logements reste en baisse d'environ 20% par rapport à l'année dernière et de près de 40% par rapport au point haut de l'été 2021. Les prix de l'immobilier continuent à se replier, avec une baisse plus marquée dans l'ancien que dans le neuf (-3,4% et -0,6% sur un an respectivement).

Globalement, après une reprise post-Covid décevante, l'économie chinoise a montré des signes de stabilisation au troisième trimestre, mais les données d'octobre indiquent que l'amélioration reste fragile au début du quatrième trimestre. La croissance devrait rester assez limitée. Dans ce contexte, les autorités multiplient les mesures de soutien. Le gouvernement a récemment annoncé un plan de relance budgétaire sur deux ans

d'un montant de 1000 Mds de yuan (0,8% du PIB). Celui-ci sera financé par l'Etat central et les fonds seront alloués à des projets d'infrastructures. De son côté, la banque centrale a indiqué qu'elle était prête à fournir des liquidités aux gouvernements locaux très endettés en cas de besoin.

Les autorités prévoient également un plan de relance de 1000 Mds de yuan pour soutenir le secteur de l'immobilier. Celui-ci passerait notamment par la rénovation des quartiers populaires urbains et la construction de logements sociaux. Le plan n'a pas encore été confirmé et le détail reste à préciser. Parmi les options envisagées, la banque centrale pourrait fournir des liquidités à faible coût aux banques publiques et commerciales via l'une de ces facilités de crédit. Les fonds seraient ensuite redirigés vers les promoteurs. Ces derniers les utiliseraient pour acheter des terrains aux gouvernements locaux. Avec les recettes, les gouvernements locaux accorderaient des subventions en espèces aux ménages dont les anciennes maisons ont été démolies pour qu'ils puissent se reloger, stimulant la demande de logement. Ce programme avait été utilisé entre 2015 et 2018 et avait contribué à alimenter la bulle immobilière.

Chine : ventes de logements
(somme sur douze mois glissants, Mds de m²)



Source : Bloomberg, dernières données : octobre 2023.

L'opinion exprimée dans ce document est datée du 17 novembre 2023 et est susceptible de changer.

**SUIVEZ
& PARTAGEZ**

l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
tribune.lazardfreresgestion.fr



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.