

ÉTATS-UNIS

La persistance d'une forte inflation va pousser la Fed à augmenter de nouveau fortement son taux directeur. Les données d'activité restent bonnes, notamment pour l'emploi.

p.2

CHINE

Les indicateurs conjoncturels montrent une bonne reprise de l'activité après les confinements d'avril, malgré les difficultés du secteur résidentiel. Les autorités continuent de soutenir l'activité.

p.4

ZONE EURO

La BCE va mener à bien son projet de hausse des taux en juillet et septembre. L'activité reste relativement solide avec un taux de chômage au plus bas, mais le risque de coupure de gaz russe est un facteur d'incertitude très important.

p.3



ÉTATS-UNIS

DES INQUIÉTUDES DE RÉCESSION PRÉMATURÉES, MAIS UNE INFLATION TRÈS PRÉOCCUPANTE

La contraction du PIB au premier trimestre et la publication d'estimations faisant état d'un nouveau repli au deuxième trimestre ont pu faire craindre que l'économie américaine soit déjà entrée en récession. Si l'on ne peut exclure ce scénario sur la base des données disponibles à la mi-juillet, celui-ci constituerait toutefois une simple récession technique. En effet, il n'y a pas de véritable récession sans destructions de postes. Or, près de 2,7 millions d'emplois ont été créés sur la période et le taux de chômage se situe à 3,6% en juin, soit l'un des plus bas niveaux des cinquante dernières années. Le maintien du nombre moyen d'heures travaillées par semaine au-dessus des niveaux habituels est également rassurant. L'enquête JOLTS¹ montre qu'en mai, les entreprises n'avaient pas encore ralenti leurs embauches et que le nombre de postes proposés restait historiquement élevé.

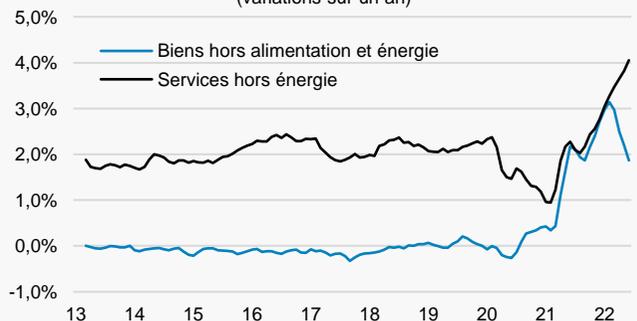
Le recul de l'ISM manufacturier² a également pu alimenter les craintes de retournement de l'économie américaine. Cet indicateur a culminé à 63,7 points en mars 2021 avant de redescendre à 53,0 en juin 2022, sa moyenne de long terme, mais les nouvelles commandes sont tombées à 49,2 points, un niveau de contraction. On remarquera cependant qu'il arrive que cette composante passe sous les 50 points au cours de phases d'expansion économique, sans pour autant traduire un basculement de l'économie en récession. L'ISM non manufacturier se situe quant à lui à 55,3 points, un niveau cohérent avec la croissance tendancielle de l'économie américaine. On notera également que ces indicateurs montrent une réduction des délais de livraison, ce qui semble confirmer une résorption des tensions dans les chaînes d'approvisionnement. Les composantes « prix » sont quant à elles restées proches de leurs points hauts historiques.

Les prix à la consommation de juin ont d'ailleurs surpris à la hausse. Ceux-ci ont progressé de 1,3% face au mois de mai, tirés par les prix de l'essence, mais l'inflation sous-jacente

était tout de même de 0,7% sur le mois. Alors que les prix des biens ralentissent après avoir été le moteur initial de l'accélération de l'inflation depuis 18 mois, les prix des services poursuivent quant à eux leur accélération. Les mesures alternatives d'inflation, qui excluent les prix les plus volatils ou les variations extrêmes, confirment cette tendance haussière.

Après avoir déjà remonté son taux directeur de 75 points de base en juin pour le porter à 1,75%, la Réserve Fédérale va donc très certainement le remonter d'au moins autant à la fin du mois de juillet. La transmission de ce durcissement de la politique monétaire se traduit notamment sur le secteur résidentiel. Les hausses des taux d'emprunt et des prix de l'immobilier ont amené le marché à se gripper. Mais il reste caractérisé par une demande forte et de faibles stocks de logements disponibles. La baisse actuelle constitue-t-elle un ajustement normal après la flambée des derniers mois, ou un retournement plus durable ? L'avenir le dira. Quoi qu'il en soit, les ventes de détail de juin semblent confirmer la résistance du consommateur américain, celles-ci progressant de 0,8% hors éléments volatils, contre des attentes à +0,3%.

États-Unis: contributions à l'inflation sous-jacente (variations sur un an)



Source : Bloomberg, données arrêtées au 30 juin 2022.

¹ JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) : étude mensuelle menée aux Etats-Unis au sujet des nouvelles offres d'emploi, des embauches et des ruptures de contrat. Ces mesures offrent une vision détaillée du marché du travail américain.

² ISM manufacturier : indicateur d'activité du secteur industriel américain. Au-dessus de 50 points, il indique une évolution favorable, et inversement lorsqu'il se situe en-dessous de 50 points.

49,2

ISM
MANUFACTURIER
composante « nouvelles
commandes », en juin

+9,1%

INFLATION
sur un an, en juin

+0,8%

VENTES AU DÉTAIL
groupe de contrôle



ZONE EURO

LA SITUATION SE COMPLIQUE POUR LA BCE

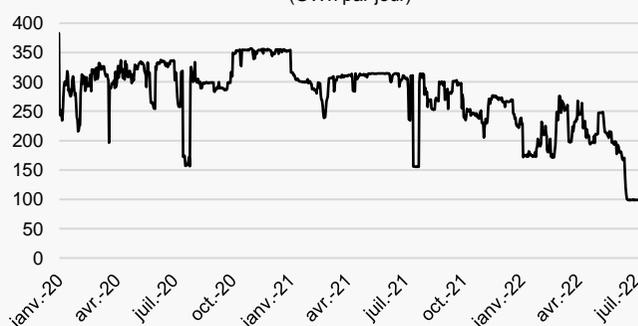
La perspective d'un arrêt des exportations de gaz russe vers l'Europe de l'Ouest constitue un risque important pour la croissance. Tous les pays ne sont pas concernés au même niveau, mais l'Allemagne, première économie de la zone euro, est particulièrement exposée. Le pays importait près de la moitié de son gaz de Russie en 2021. La demande provient principalement du chauffage domestique et de l'industrie, et dans une moindre mesure de la production d'électricité. En cas de rationnement, l'économie allemande pourrait donc connaître une récession. Ceci explique la nécessité, pour les Européens, de remplir rapidement les capacités de stockage et de trouver d'autres sources d'approvisionnement. Cette récession serait cependant purement exogène : son ampleur dépendrait notamment des mesures budgétaires prises pour répondre à la crise.

Ce choc, qui n'est pas encore avéré, interviendrait dans une économie européenne qui se porte bien. On observe certes un repli des indices PMI², mais ceux-ci restent cohérents avec une croissance de l'ordre de 1,0% en rythme annualisé. Le PMI composite a baissé depuis deux mois pour atteindre 52,0 points. Le PMI manufacturier se situe à 52,1, celui des services à 53,0. À en juger par les données de ventes au détail et les immatriculations, la consommation de biens semble s'être contractée au deuxième trimestre, mais ces données excluent le secteur des services. Or, si l'on en juge par les composantes de l'enquête de la Commission européenne sur la demande, l'activité des services semble mieux orientée que celle du commerce de détail. La production industrielle reste par ailleurs solide. En revanche, le commerce extérieur risque de peser, les volumes d'importation ayant fortement augmenté en avril. Après un solide premier trimestre, une modération de la croissance est donc à attendre au T2 compte tenu des chocs intervenus, mais le taux de chômage a continué de baisser pour atteindre 6,6% en mai.

L'inflation sous-jacente a été un peu inférieure aux attentes, à +3,7% contre +3,9% attendu, mais cela s'explique notamment par l'effet du « forfait à 9 euros » en Allemagne, permettant un usage illimité des transports publics durant l'été pour réduire leur coût. L'inflation globale atteint quant à elle un nouveau point haut à +8,6% en juin (sur 12 mois).

L'affaire du gaz crée donc un risque de récession exogène, mais aussi celui d'un nouveau choc inflationniste, augmentant le risque d'un dérapage des anticipations. Ce choc pourrait être brutal pour la croissance. C'est précisément face à cet arbitrage entre croissance et maîtrise de l'inflation que la BCE risque de se retrouver confrontée. Il est peu probable qu'elle revienne sur son engagement de remonter son taux directeur de 25 points de base fin juillet et qu'elle ne ramène pas son taux de dépôt en territoire positif à la réunion suivante, mais ses choix lors des réunions suivantes dépendront sans doute de l'évolution des livraisons de gaz en Europe.

Flux de gaz de la Russie vers l'Europe de l'Ouest
(GWh par jour)



Source : Bloomberg, données arrêtées au 15 juillet 2022.

² 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 dans le secteur concerné (manufacturier ou service).

52,0

PMI COMPOSITE
Juin 2022

+8,6%

INFLATION
EN ZONE EURO
sur 12 mois, en juin

6,6%

TAUX DE CHÔMAGE
DE LA ZONE EURO
en mai



CHINE

REPRISE DE L'ACTIVITÉ, DAVANTAGE DE SOUTIEN À VENIR

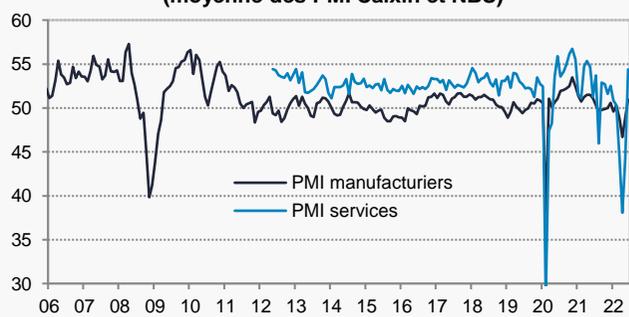
L'impact des confinements d'avril-mai a été plus fort qu'attendu au deuxième trimestre. Le PIB s'est contracté de 2,6% face au premier trimestre, portant le glissement annuel à +0,4%. À l'issue du deuxième trimestre, l'acquis de croissance n'est plus que de 1,0%. Le PIB affichera probablement un fort rebond au troisième trimestre, mais il faudrait des chiffres exceptionnels sur les deux trimestres suivants pour atteindre l'objectif fixé par Xi Jinping en 2022, à savoir une croissance de +5,5%.

Les données économiques montrent toutefois un très net rebond lors des deux derniers mois. Les indices PMI de juin ont amplifié le rebond entamé en mai. Le PMI composite Caixin atteint 55,4, un niveau inédit depuis fin 2020. Le PMI officiel est également bien orienté à 54,1. Les données d'activité pour le mois de juin confirment également ce mouvement. Les ventes au détail sont en hausse de +3,1% sur un an, alors que le consensus les attendait éteintes. La production industrielle progresse de +3,9% sur un an. Quant à l'investissement, il faut bien distinguer ce qui relève du résidentiel, où l'on reste en contraction, de l'investissement en infrastructure qui est en train d'accélérer. Les mises en chantier restent d'ailleurs en très forte baisse. Le gouvernement devra également gérer les derniers développements du marché immobilier, où vient d'émerger un mouvement de refus de remboursement des prêts hypothécaires par les acheteurs dont la construction du bien est interrompue. Ceci pourrait rendre encore plus précaire la situation des promoteurs immobiliers. Le commerce extérieur reste un facteur de dynamisme pour l'économie chinoise. Malgré le renchérissement des matières premières, que la Chine importe en quantité, la balance commerciale

atteignait un nouvel excédent record de 98 Mds USD sur le mois de juin. Les exportations ont été particulièrement dynamiques à +17,9%.

Les données de financement à l'économie publiées pour le mois de juin montrent que les mesures adoptées par les autorités sur les derniers mois commencent à porter leurs fruits. Plus de 5.000 milliards de yuans ont ainsi été accordés à l'économie en juin contre un consensus à 4.200. La reprise de l'activité suite aux confinements a sans doute permis de concrétiser ces mesures d'assouplissement. Il semblerait que le gouvernement souhaite également avancer au deuxième semestre 2022 les émissions obligataires des collectivités locales prévues pour 2023. Ceci leur permettrait d'accélérer les investissements en infrastructures. Il est probable qu'à l'approche du prochain congrès du Parti Communiste Chinois, le gouvernement prenne de nouvelles mesures de soutien à l'activité.

Chine : enquêtes PMI
(moyenne des PMI Caixin et NBS)



Source : Bloomberg, données au 30 juin 2022.

L'opinion exprimée dans ce document est datée du 15 juillet 2022 et est susceptible de changer.

**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.