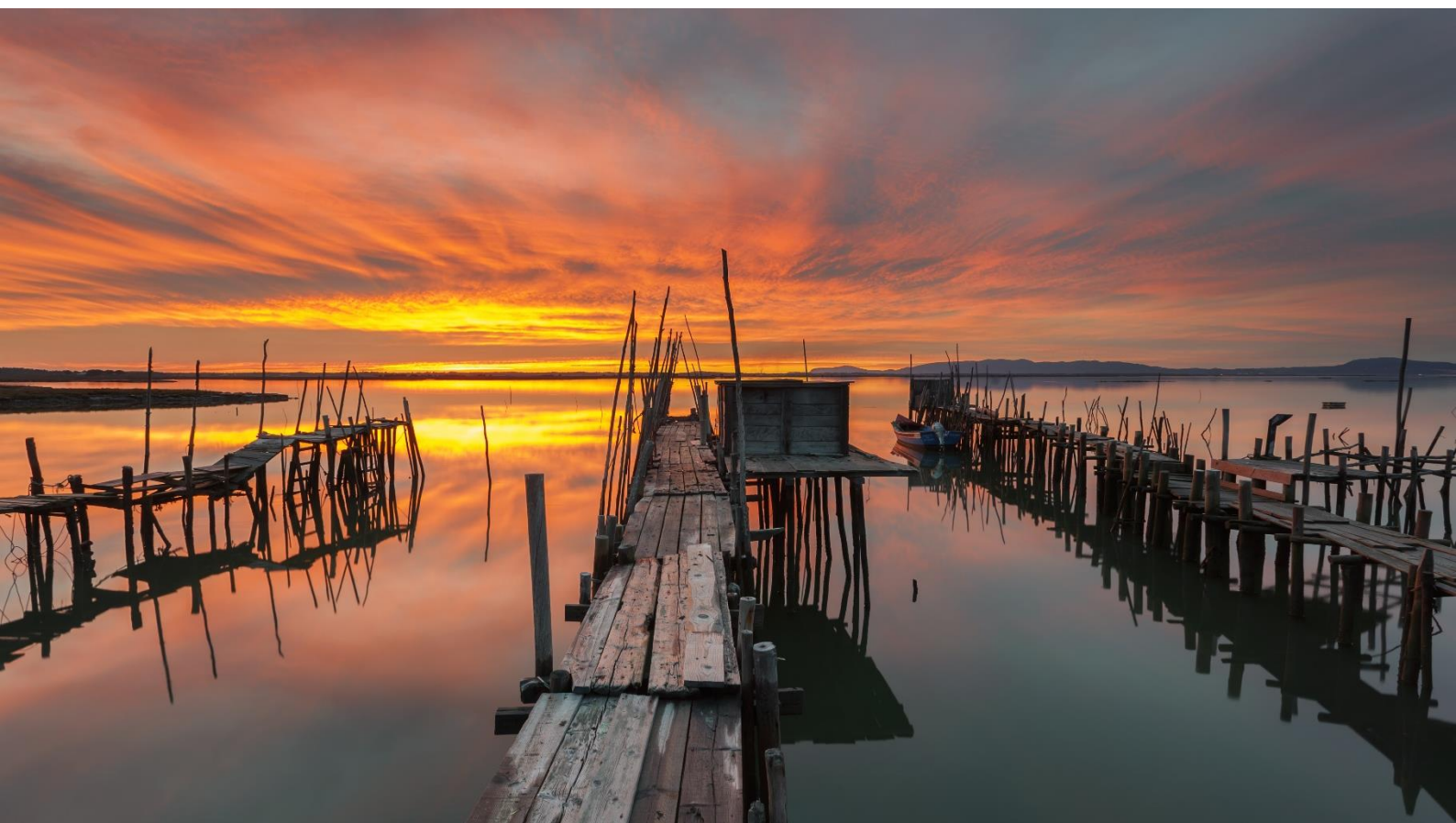


LAZARD
FRÈRES GESTION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Janvier 2019



Document rédigé le 21 janvier 2019

L'économie américaine est entrée dans la dernière phase de son expansion. Pour autant les craintes quant à une éventuelle récession sont sans doute encore prématurées. Les marchés financiers ont intégré ce scénario en augmentant fortement les primes de risque. La résorption des craintes sur le cycle devrait amener une appréciation des actifs risqués par rapport à des niveaux qui sont très décotés. Mais il faudra savoir rester flexible dans les prochains trimestres, à l'approche du retournement cyclique.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

POURSUITE DE L'EXPANSION AMÉRICAINE

L'économie américaine étant sans doute entrée dans la dernière phase de son expansion, la publication de plusieurs mauvais chiffres au T4 2018 et l'inversion de la courbe des taux début décembre ont fait ressurgir le spectre d'une récession, comme en 2011 et en 2016. Mais selon nous, les craintes quant à une éventuelle récession sont encore prématurées.

La baisse brutale de la composante nouvelles commandes de l'ISM manufacturier en décembre (graphique 1) a en effet envoyé un très mauvais signal sur la conjoncture américaine. Mais cette composante a déjà baissé fortement sur un mois sans refléter une vraie faiblesse de l'économie (voir janvier 2014). La bonne tenue des créations d'emplois, y compris dans le secteur manufacturier, amène à relativiser ce mauvais chiffre. En outre, un certain nombre d'autres indicateurs cycliques ne sont pas cohérents avec un scénario de récession aux Etats-Unis.

C'est le cas notamment des inscriptions hebdomadaires au chômage. Avec les nouvelles commandes de l'ISM manufacturier, elles constituent un des meilleurs indicateurs d'un basculement en récession. Leur rebond entre fin septembre et début décembre pouvait donc être le signe avant coureur d'une entrée en récession. Elles ont depuis rebaisé et n'affichent qu'une hausse de 6% par rapport à leur point bas. Le graphique 2 montre qu'une réelle tendance haussière ne se met en place qu'entre 9 et 18 mois avant la récession. La faible hausse observée depuis septembre semble donc exclure une récession avant au moins huit mois.

Le secteur résidentiel qui joue un rôle important dans la transmission de la politique monétaire, et donc dans le cycle économique, n'est pas non plus cohérent avec une récession. Les permis de construire de maisons individuelles font du surplace depuis près d'un an (graphique 3). Or, une nette tendance baissière a précédé toutes les récessions, à l'exception de 2001.

Enfin si les activités cycliques liées aux ménages, comme le résidentiel, se retournent en amont des récessions, le repli des activités cycliques liées aux entreprises constitue souvent le cœur de la récession. Historiquement, les profits baissent entre un et deux ans avant l'entrée en récession, fragilisant les entreprises. Après avoir baissé de 13% en 2015, les profits réels des entreprises sont repartis à la hausse et ont accéléré sur les derniers trimestres. Ils sont de retour sur leur point haut (graphique 4).

En résumé, une récession aux Etats-Unis en 2019 nous semble peu probable. Si le fort repli des nouvelles commandes de l'ISM manufacturier peut créer un doute sur une entrée imminente en récession, les autres indicateurs ne sont pas cohérents avec ce scénario. Notre horizon le plus probable pour un retournement cyclique est de 12 à 24 mois.

Cela dit, il faut s'en doute s'attendre un ralentissement de la croissance américaine. Notamment car la politique budgétaire va moins soutenir la croissance, l'essentiel de l'augmentation du déficit étant passé.

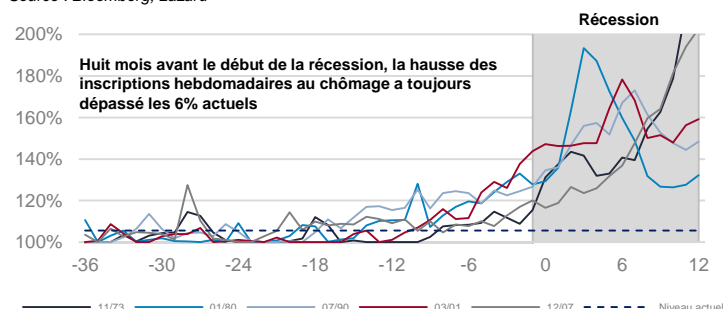
Graphique 1
Etats-Unis : composante nouvelles commandes de l'ISM manufacturier

Source : Factset



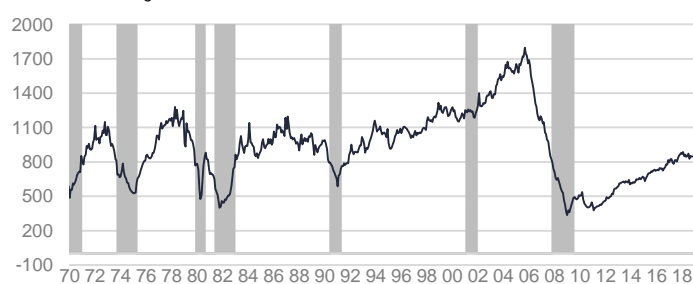
Graphique 2
Evolution des jobless claims par rapport à leur point bas avant les récessions (moyenne mobile sur quatre semaines)

Source : Bloomberg, Lazard



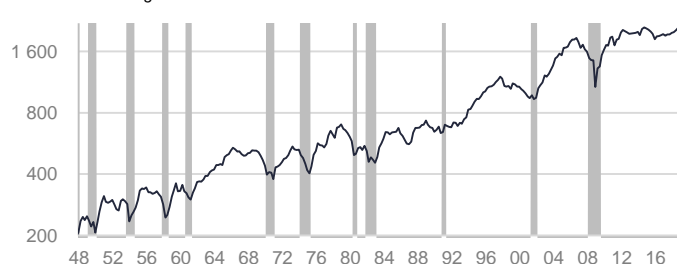
Graphique 3
Etats-Unis : permis de construire des maisons individuelles (milliers d'unités par an)

Source : Bloomberg



Graphique 4
Etats-Unis : profits réels des entreprises avant impôts (Mds USD, échelle logarithmique)

Source : Bloomberg



UNE ÉCONOMIE CHINOISE EN PHASE DE RELANCE

Les derniers mois ont vu un retour des inquiétudes autour de la croissance chinoise, les tensions commerciales avec les Etats-Unis et la dégradation des enquêtes PMI faisant craindre une poursuite du ralentissement (graphique 5).

Le relèvement des droits de douanes américains sur la moitié de leurs importations chinoises (graphique 6) pose en effet un risque réel. L'impact est incertain, car il dépend notamment des effets sur la confiance et de la réaction des marchés, mais les estimations du FMI montrent qu'il pourrait être important (graphique 7).

Les deux pays ont signé une trêve commerciale jusqu'au 2 mars et les dernières déclarations des deux côtés sont constructives. La Chine s'est notamment engagée à augmenter ses importations de produits agricoles américains, montrant des avancées dans les négociations. Mais les préoccupations de l'administration américaine vont au-delà du déficit commercial (leadership économique, protection de la propriété intellectuelle et de la sécurité nationale, ...). Celles-ci pourraient déboucher sur des sanctions non-tarifaires et raviver les tensions entre les deux pays.

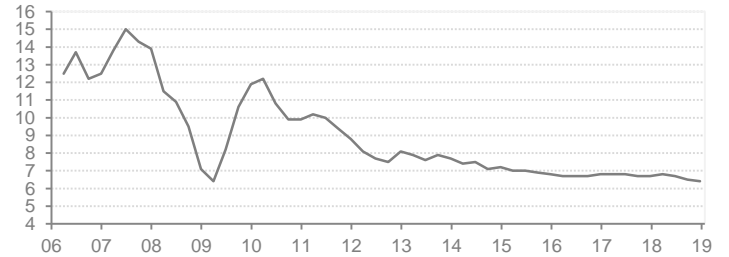
Dans ce contexte, les autorités chinoises ont engagé un plan de soutien. La banque centrale a assoupli sa politique monétaire en diminuant à plusieurs reprises le coefficient des réserves obligatoires pour les banques. De son côté, le gouvernement a annoncé des baisses d'impôts significatives pour les ménages en 2019 (graphique 8). Il envisage également une nouvelle réduction de la TVA, des baisses d'impôts pour les sociétés et des mesures pour relancer les ventes de voitures.

Ces mesures de soutien devraient aider la demande domestique. Si le ralentissement des ventes au détail suscite des interrogations sur la solidité de la consommation, ce sont surtout les ventes de voitures qui ont ralenti. De plus, cette série n'inclut pas les services. Les comptes nationaux montrent que la contribution à la croissance de la consommation a augmenté sur les trois premiers trimestres de 2018. Le ralentissement du crédit a beaucoup pesé sur l'investissement en infrastructures en 2018 mais il a rebondi récemment, les collectivités locales augmentant leurs émissions obligataires. L'investissement est mieux orienté dans les autres catégories.

En substance, la croissance chinoise ne devrait ralentir que modérément cette année, les mesures de soutien des autorités compensant en partie l'impact négatif de la guerre commerciale. Cependant, il faudra surveiller l'efficacité de ces mesures ainsi que l'évolution des tensions commerciales avec les Etats-Unis. Un accord entre les gouvernements américains et chinois permettrait de réduire les inquiétudes autour de la Chine.

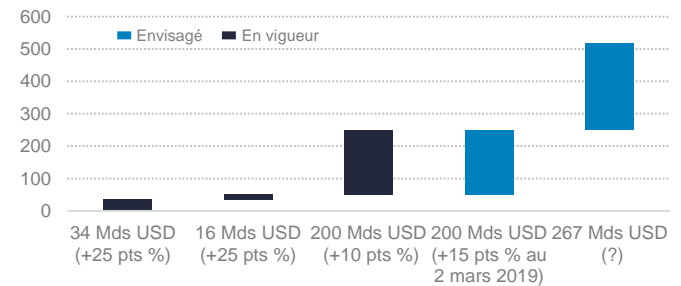
Graphique 5
Chine : taux de croissance du PIB sur un an

Source : Bloomberg



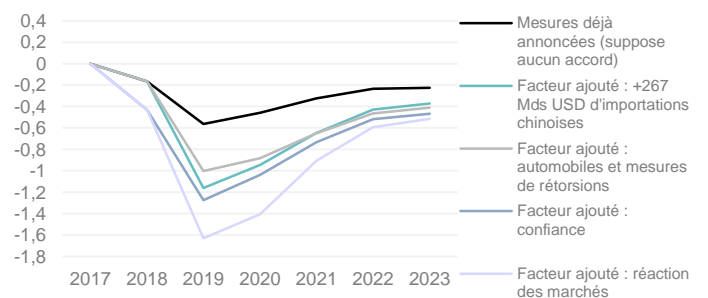
Graphique 6
Montant cumulé des exportations chinoises touchées par les augmentations de droits de douanes (Mds USD)

Source : Bloomberg



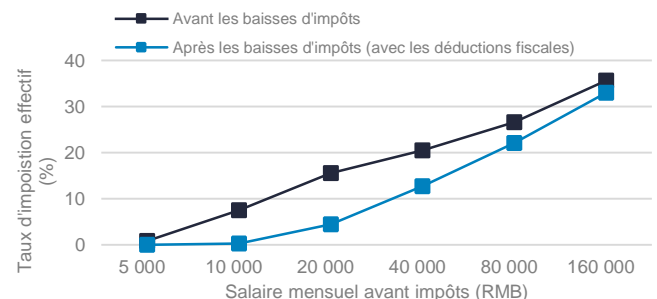
Graphique 7
Estimation de l'impact des augmentations de droits de douane sur la croissance chinoise par le FMI (en points de PIB)

Source : FMI



Graphique 8
Taux d'imposition des ménages par tranche de revenus

Source : Deutsche Bank



VERS UN REBOND MODÉRÉ EN EUROPE

Le ralentissement de la croissance dans la zone euro l'année dernière (graphique 9) a été amplifié par des facteurs exogènes tels que les épidémies en Allemagne au T1, les grèves en France au T2, le changement de normes dans l'automobile et l'incertitude politique en Italie.

Maintenant que l'impact de ces facteurs est essentiellement derrière nous, la croissance devrait rebondir. D'autant que l'effet positif du retour à la normale de la production automobile est encore à venir.

Au-delà de ces facteurs techniques, la croissance devrait être tirée par la demande domestique. Le taux de chômage se rapproche de son point bas historique et les revenus des ménages devraient s'améliorer grâce au retour de la croissance des salaires et à la baisse du prix du pétrole.

Par ailleurs, la politique budgétaire va être plus favorable. Outre les annonces en France et le budget en Italie, le solde structurel allemand va se dégrader de 0,6 point de PIB. Au final, 2019 devrait représenter la première année d'assouplissement budgétaire notable dans ce cycle (graphique 10).

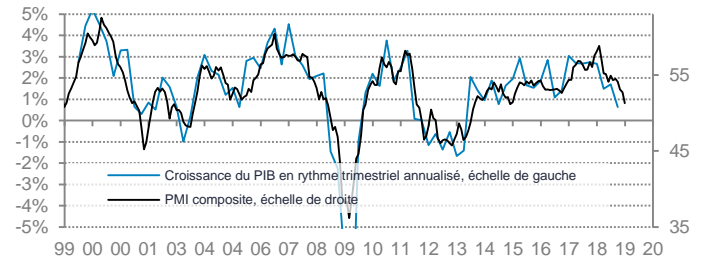
Sur le plan politique, le dossier italien est un facteur de risque qui se résorbe à court terme. L'accord trouvé pour éviter une procédure pour déficit excessif devrait réduire la pression sur le coût de financement de l'économie italienne et permettre un regain de confiance.

La pérennité du gouvernement actuel reste incertaine car les élections européennes provoqueront peut-être de nouvelles élections en Italie. Une victoire de la ligue du Nord permettrait au gouvernement de revenir sur les mesures les plus coûteuses comme le revenu universel. A plus long terme, l'Italie reste un pays avec une dette publique élevée et un potentiel de croissance faible.

L'issue du Brexit est encore floue. Plusieurs scénarios sont envisageables (graphique 11) dont une sortie sans accord qui aurait un impact très négatif sur l'économie britannique. La majorité des parlementaires étant opposée à un tel scénario, des efforts sont en cours pour l'éviter.

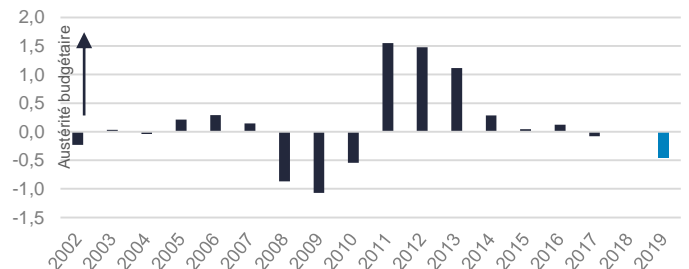
Graphique 9
Zone euro : croissance du PIB et PMI

Source : Bloomberg



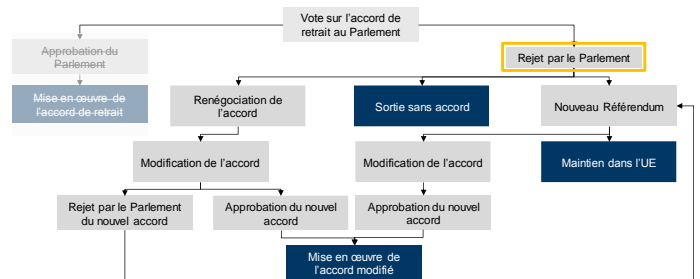
Graphique 10
Zone euro : variation du solde structurel (pourcentage du PIB potentiel)

Source : OCDE



Graphique 11
Brexit : situation actuelle (en jaune) et issues potentielles

Source : Lazard Asset Management



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

UNE FED SOUS PRESSION

La politique monétaire de la Fed est soumise aux influences contradictoires des inquiétudes sur la croissance, notamment dans leur expression sur les marchés actions, d'un marché du travail qui continue de se tendre et de l'accélération des salaires (graphique 12).

Pour l'instant, l'augmentation du coût du travail est sans conséquence pour l'inflation. Cette dernière ne s'est pas encore installée sur un rythme de progression supérieur à 2% et la baisse du prix du pétrole va jouer à la baisse, comme fin 2015.

Dans ce contexte, les marchés ne veulent pas entendre parler de nouvelles hausses des taux (graphique 13). Jérôme Powell a pris en compte les inquiétudes des investisseurs lors de son discours du 4 janvier, en déclarant que la Fed sera patiente et que sa politique monétaire sera flexible.

Cela dit, les données économiques et l'évolution des marchés continueront d'avoir une influence notable sur la politique de la Fed en 2019. Qu'elle soit rassurée et le cycle de resserrement monétaire reprendra.

DES ACTIFS FINANCIERS QUI INTÈGRENT UN SCÉNARIO TRÈS NÉGATIF

Les marchés financiers ont intégré un scénario de récession aux Etats-Unis en augmentant fortement les primes de risque. La baisse du S&P 500 atteinte fin décembre ne se produit généralement qu'entre trois mois avant et six mois après le début de la récession.

En conséquence, les valorisations sont redevenues bon marché. Les PE des marchés actions et américains sont passés sur des niveaux en dessous desquels ils ne sont allés que lors de la grande crise financière et de la crise de la zone euro (graphique 18). Les spreads de crédit des émetteurs privés sont de retour sur les niveaux de début 2016 (graphique 15).

Si comme nous le pensons, le scénario d'une récession aux Etats-Unis ne se concrétise pas dans les prochains mois, les actifs risqués devraient rebondir. Mais il faudra savoir rester flexible dans les prochains trimestres, à l'approche du retournement cyclique.

Nous recommandons donc une position tactique longue sur les marchés actions ainsi que sur les obligations convertibles qui seront aidées par la hausse des marchés actions.

Sur le compartiment du crédit, notre préférence va aux obligations financières et à haut rendement. L'écartement des spreads des dettes financières intervient alors que les risques conjoncturels nous semblent réduits et que le risque italien a diminué. Le crédit haut rendement s'est dégradé en dépit des fondamentaux qui justifient un niveau plus bas de spreads.

La remontée des taux d'intérêts devrait peser sur les obligations d'Etats. La baisse récente des taux d'intérêts nous semble excessive et la Fed pourrait procéder à un relèvement monétaire plus important que ce que le marché anticipe.

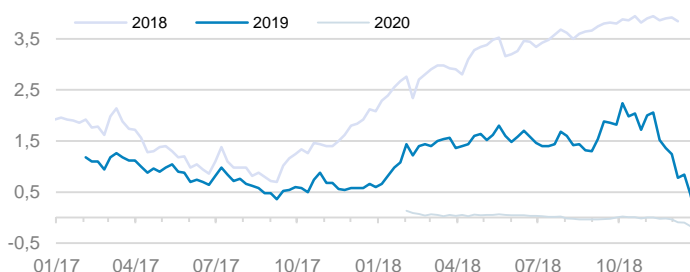
Graphique 12
Etats-Unis: salaire horaire hors encadrement, glissement annuel

Source : Bloomberg



Graphique 13
Etats-Unis: nombre de hausses de taux prévues par le marché

Source : Bloomberg



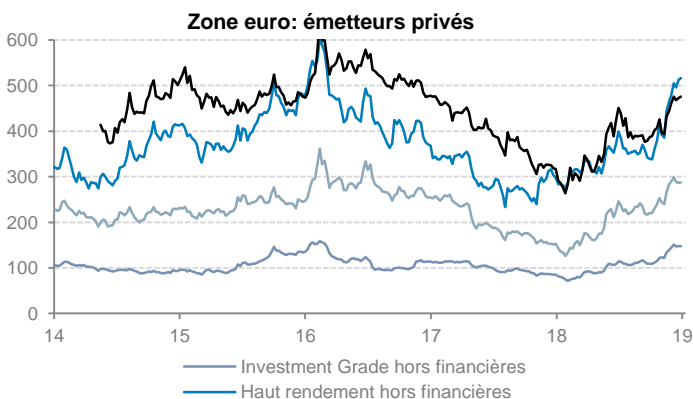
Graphique 14
Price to Earnings ratio prospectif douze mois

Source : Bloomberg



Graphique 15
Zone euro ; spreads de crédit des émetteurs privés

Source : Factset



CONCLUSION

L'économie américaine est entrée dans la dernière phase de l'expansion actuelle, ce qui amène de nombreuses interrogations sur l'imminence d'une récession. Mais les signes classiques d'une entrée en récession ne sont pas réunis. Pour autant, il ne faut pas attendre un fort rebond de la croissance dans la mesure où le cycle est mature. La guerre commerciale pose un risque pour la croissance chinoise mais les autorités ont engagé un plan de soutien à l'activité. Un accord entre les gouvernements américains et chinois permettrait de réduire les inquiétudes autour de la Chine. La croissance dans la zone euro devrait rebondir modérément après une année 2018 perturbée par de nombreux facteurs exceptionnels. Finalement, 2019 devrait voir la croissance ralentir mais il nous semble prématuré d'envisager une entrée rapide en récession. Or, les actifs risqués, crédit comme actions, sont aujourd'hui valorisés selon un scénario d'entrée en récession. Si comme nous le pensons, ce scénario ne se concrétise pas dans les prochains mois, ils devraient rebondir. Mais il faudra savoir rester flexible dans les prochains trimestres, la fin du cycle approchant.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de janvier 2019 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la date de publication.

**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.